

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

易鑫集团 (2858.HK)

强势崛起的中国互联网汽车生态系统

■ 易鑫是中国最大的互联网汽车零售交易平台,具有多渠道销售网络、由腾讯、京东、百度、易车共同支持的强大风险管理能力和覆盖全汽车产业链的多样化服务

■ 公司的汽车生态系统迅速崛起,通过清晰的货币化路线图,捕捉互联网汽车金融、汽车交易、售后服务市场的潜在机会,我们预测易鑫2016-2019财年收入/净利润复合年增长率分别为83%/182%

■ 我们首次覆盖易鑫,给予买入评级,目标价8.8港元(基于1.4倍2017年预测PEG),对应2018/2019年预测P/E为37倍/21倍

中国领先的互联网汽车平台,连接全汽车产业链

易鑫是中国最大的互联网汽车零售交易平台,根据弗若斯特沙利文的调查,按2016年交易量比较,易鑫占有18.7%的市场份额。受益于庞大的用户群、汽车数据库以及由腾讯、京东、百度、易车共同支持的强大风险处理能力,截至2017年第三季度,易鑫已经协助超过30万次汽车零售和汽车相关的交易,总成交额为人民币290亿。我们预测易鑫2016-2019E财年收入/净利润复合年增长率分别为83%/182%,主要基于汽车交易、汽车金融、售后服务市场的强劲增长,快速的线上、线下渠道扩张、稳健的流动性管理和多样化的资金来源。

从汽车金融到汽车交易,展示强大的货币化能力

从2014年上线以来,易鑫证明了自身强劲的执行力能力和将潜在互联网客户转化成线下汽车服务消费者的强大货币化能力。我们预计易鑫2016-2019E财年的平台收入(广告及会员服务、贷款和交易促成服务)及自营融资(融资租赁服务、经营租赁服务)销售收入的年复合增长率将分别达到180%/52%,主要受融资租赁服务、贷款促成服务和交易促成服务交易量快速增长的推动(预计2019年将分别达到43万、70万和34万交易量,对比2017年为38万、2万和4.5万)。

战略扩张加速,发掘汽车交易循环的机会

易鑫持续在汽车交易循环里发掘机会,展示了清晰的发展路线图:从汽车金融到汽车交易平台,以及到数据驱动的汽车生态系统。我们预计易鑫2017至2019财年的增值服务(汽车保险和汽车修理等领域)销售收入年复合增长率将达到69%。长远来说,受益于对汽车产业链中的专业理解和强大的生态系统,我们相信易鑫下一步将会捕捉大数据和智能交通的风口,逐渐演变成领先的汽车数据运营平台。

首次覆盖,予以买入评级,目标价8.8港元(45%潜在上升空间)

我们基于2017财年1.4倍PEG(市盈率相对盈利增长比率)及2017-2019财年预测70%每股盈利年复合增长率,得到易鑫的目标价为8.8港元,与中国互联网汽车平台、中国互联网平台及全球汽车平台同行公司相符。公司目前股价对应25.5倍/14倍2018/2019财年市盈率,相对同行31.9倍/22.8倍有20%/39%的折价。主要风险包括自有融资平台的信用风险和充足的拨备带来的信用损失。

盈利预测及估值

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	271	1,488	3,713	6,012	9,155
同比增长 (%)	465%	448%	150%	62%	52%
经调整净利润	66	100	457	1,241	2,231
同比增长 (%)	1636%	52%	359%	171%	80%
经调整每股盈利 (元)	-	-	0.07	0.20	0.36
市盈率 (x)	-	-	69.1	25.5	14.2
市净率 (x)	-	-	2.3	2.2	1.9
ROE (%)	50%	-7%	7%	9%	14%

资料来源:公司资料、招商證券(香港)预测,价格基于2017年12月19日收盘价

伍力恒

852-3189 6125

ngh@cmschina.com.hk

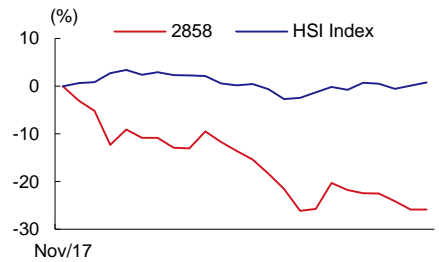
首次覆盖

买入

股价 HK\$6.02

12个月目标价(上涨空间) HK\$8.8 (+45%)

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
2858.HK	(25.9)	(25.9)	(25.9)
HSI	0.2	12.8	34.0

行业: TMT

恒生指数 29254

国企指数 11542

重要数据

52周股价区间(港元) 5.85-10.18

港股市值(百万港元) 37783

日均成交量(百万股) 74.11

每股净资产(港元) 0.69

主要股东

易车香港有限公司 36.49%

易车控股有限公司 17.91%

Dongting Lake Investment Limited 14.84%

京东金融投资有限公司 10.9%

总股数(百万股) 6276

自由流通量 39.5%

资料来源:彭博

投资主题

中国互联网汽车交易市场中排名第一的强大平台

易鑫最初于2013年12月由易车成立，是中国最大的互联网汽车零售交易平台，据弗若斯特沙利文报告显示，易鑫于2016年分别占中国互联网汽车交易量及交易价值的18.7%/18.4%。截至2017年9月，易鑫已促成约30万宗汽车零售及汽车相关交易，总值达人民币290亿元。基于易鑫在互联网汽车金融/汽车交易/汽车售后行业的稳健增长，我们预测其在2016至2019财年间将实现83%/182%的收入/净利润复合年增长率，驱动因素包括：1)拥有不断增长客户群的高利润交易平台业务强劲增长；2)综合多渠道销售网络的快速扩张；3)具有专有数据分析能力和稳健的风险管理；及4)通过多元化的融资来源实现强大的流动性管理。

连接全汽车产业链的汽车交易生态系统

在由500万名消费者、15,000+名汽车经销商以及220+家汽车金融合作伙伴及售后市场服务供应商组成的汽车产业链网络支持下，易鑫开发出跨全产业链的以消费者为中心的汽车交易生态系统。多元化的产品选择以及高透明度吸引消费者至易鑫的平台，进而吸引众多业务合作伙伴（经销商/汽车金融/售后服务供应商）并丰富他们的产品供应，使两者都留在易鑫的生态系统内，形成具有强劲的用户粘性的自我强化的良性循环。易鑫无缝整合的综合渠道可拓展客户接触面，形成闭环交易，而它在腾讯(700 HK)/京东(JD US)/百度(BIDU US)/易车(BITA US)提供的专有大数据支持下的强劲风险管理则可提供独特的优势，确保精准、快速的信用评估。此外，凭借多元化的融资来源，易鑫实现强劲的流动性管理，可支持在汽车金融/汽车交易/汽车售后市场的进一步扩张。

从汽车金融到汽车交易平台，易鑫展示强劲的货币化能力

作为行业先驱，易鑫于2015年第二季推出具有自营产品的互联网汽车金融业务，以满足未能获得银行和汽车金融公司充分服务的汽车购买者的强劲需求。凭借多元化及灵活的汽车金融产品组合以及较低的融资成本，受惠于中国不断提高的汽车金融渗透率以及快速增长的互联网汽车市场，我们预期易鑫的自营融资业务将于2016-2019财年实现52%收入复合年增长率。此外，易鑫于2016年第二季开始提供贷款/交易促成服务，发展为采用“自营+平台”模式的一站式解决方案供应商。我们预计，在2016-2019财年间，该细分市场将实现180%的收入复合年增长率。

受益于汽车交易循环的战略扩张

我们认为，易鑫将受惠于其庞大的消费者群体、汽车数据库和业务网络，拓展业务到汽车售后服务，包括汽车保险和汽车零部件维修市场。同时，在易鑫相关汽车上安装车载远程信息系统将为易鑫提供可用于分析的用户匹配数据，使该集团（作为一站式汽车服务平台）优化产品供应，发现交叉销售的机会。

首次覆盖，予以买入评级，目标价8.8港元（45%潜在上升空间）

我们基于2017财年1.4倍PEG(市盈率相对盈利增长比率)及2017-2019财年预测70%每股盈利年复合增长率，得到易鑫的目标价为8.8港元，与中国互联网汽车平台、中国互联网平台及全球汽车平台同行公司相符。公司目前股价对应25.5倍/14倍2018/2019财年市盈率，相对同行31.9倍/22.8倍有20%/39%的折价。主要风险包括自有融资平台的信用风险和充足的拨备带来的信用损失。

中国排名第一的汽车零售交易平台将于**2016-2019**财年间实现**83%/182%**的收入/净利润复合年增长率

具有多项竞争优势的以消费者为中心的**综合汽车交易生态系统**

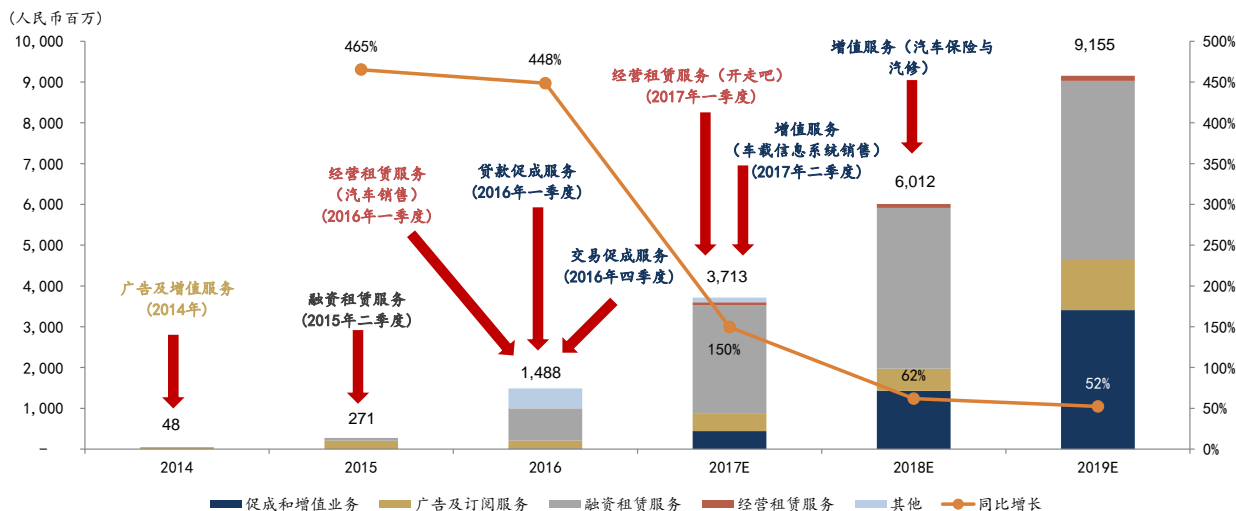
快速增长的互联网汽车金融市场的先驱，进一步推动交易平台货币化

策略性扩展至汽车售后服务市场，发展成为汽车数据驱动型平台

我们的目标价为**8.8**港元，基于**1.4**倍2017年预测PEG，对应**2018/2019**年预测P/E为**37**倍/21倍

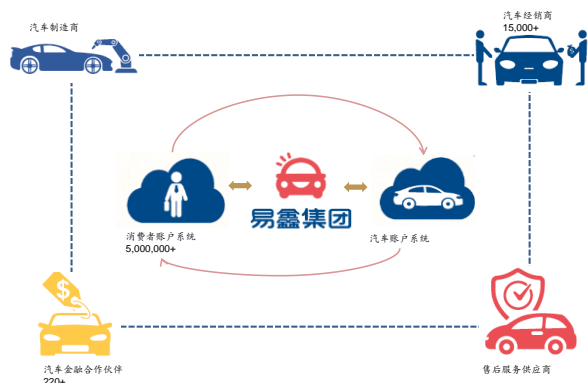
重点图表

图1: 易鑫2014-2019财年的预测变现路线图



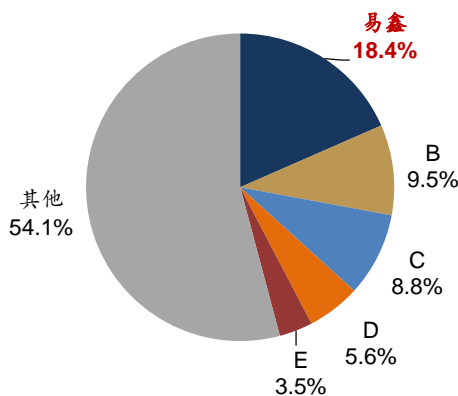
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 易鑫的汽车交易生态系统



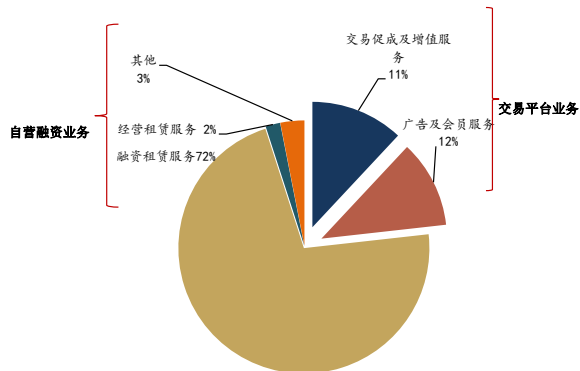
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券(香港)

图3: 2016年中国互联网汽车零售交易量市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券(香港)

图4: 2017财年收入细分(预测)



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 易鑫的行业细分市场增长驱动因素

主要终端市场	2016-2020 财年复合年增长率	主要增长驱动因素
中国汽车市场	7.3%	*可支配收入增加 *渗透至三四线城市 *二手车交易增加
中国互联网汽车消费市场	41.3%	*互联网普及率提高 *选择众多, 更易访问 *互联网交易接受程度上升
中国汽车消费金融	21.0%	*获年轻一代接受 *经销商刺激汽车销售 *更多渠道, 更低的融资成本
中国汽车售后服务	10.0%*	*汽车密度增加 *老化车辆增多 *保养及维修需求

资料来源: 公司、招商证券(香港)

目录	
投资主题	2
公司概况	5
投资摘要	6
连接全汽车产业链的领先汽车交易生态系统	6
从汽车金融业务发展为汽车交易平台，实现强劲的盈利	10
战略扩张加速，发掘汽车交易循环里的机会	15
行业分析	17
中国汽车行业：2016 年至 2021 年，全球最大汽车市场销量的复合年增长率为 7.3%	17
互联网汽车消费市场：2016 年至 2021 年，销售额强劲增长，复合年增长率为 41.3%	19
汽车消费金融市场：目前规模尚小，但未来会大幅增长	21
汽车后市场服务：在存量汽车加速老化的行业背景下，风口近在眼前	25
竞争格局	26
汽车消费交易市场	26
消费汽车金融市场	28
财务分析	30
估值	38
风险	39
附录	40
财务预测表	48
免责声明	49

公司概况

中国排名第一、快速增长的互联网汽车平台

中国互联网汽车市场的领导者，受益于腾讯、京东、百度和易车的强大股东背景

易鑫在中国快速增长的互联网汽车零售交易市场排名第一，据弗若斯特沙利文报告显示，该公司于2016年分别占该市场交易量/价值的18.7%/18.4%。易鑫最初于2013年12月作为易车的汽车金融部开始投入运营，并于2014年11月在开曼群岛注册成立为公司，于2015年6月开始其自营融资业务。在汽车金融业务领域取得巨大成功之后，易鑫开始进一步拓展其业务，于2016年在其汽车交易平台提供贷款/交易促进服务，以捕获汽车购买者在汽车交易周期不同阶段需求。

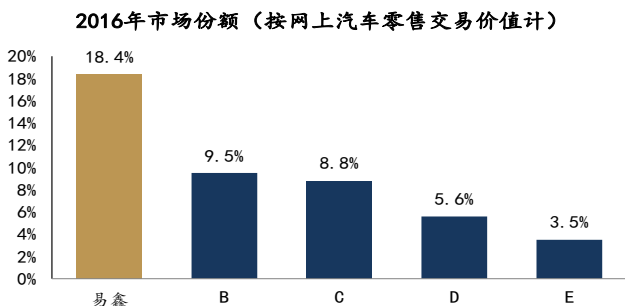
连接全汽车产业链的成熟汽车交易生态系统

凭借超过15,000名经销商（包括100间体验店）、220家汽车金融合作伙伴（包括超过60间银行）以及500万名客户组成的广泛网络，易鑫在2016财年已促成26万宗汽车零售及汽车相关交易，总值达人民币260亿元。于2017年9月，易鑫互联网渠道的月活跃用户数约为5,100万，用户查询的汽车总值超过人民币900亿元。凭借其庞大的规模，易鑫可以极具竞争力的条款为消费者提供更多产品及服务选择，并可与业务合作伙伴议定更佳的条款。

自我强化的良性循环，加速平台货币化进程

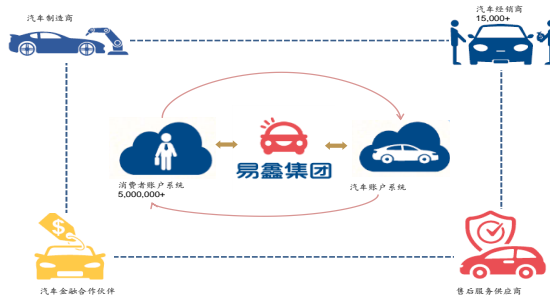
基于其在互联网汽车金融/交易/售后市场的稳健增长，我们预测易鑫在2016至2019财年间将实现83%/182%的收入/净利润复合年增长率，驱动因素包括：1) 拥有不断增长客户群的高利润交易平台业务强劲增长；2) 由互联网渠道、交易服务团队及线下经销商组成的综合多渠道网络快速扩张；3) 具有专有数据分析能力的稳健风险管理；及4) 通过资产担保证券实现强劲的流动性管理及获得有竞争力的资金成本。

图6：易鑫是中国排名第一的互联网汽车交易平台



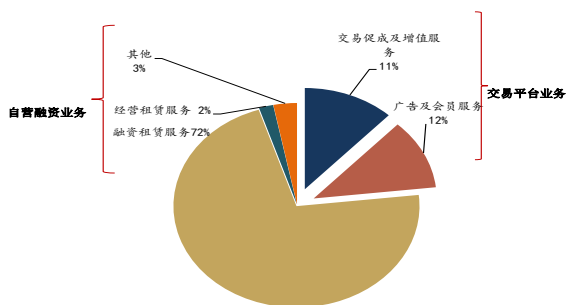
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图7：易鑫的汽车交易生态系统



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图8：易鑫2017财年收入细分预测



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图9：易鑫的细分市场增长驱动因素

主要终端市场	2016-2020 财年复合年增长率	主要增长驱动因素
中国汽车市场	7.3%	*可支配收入增加 *渗透至三四线城市 *二手车交易增加
中国互联网汽车消费市场	41.3%	*互联网普及率提高 *选择众多，更易访问 *互联网交易接受程度上升
中国汽车消费金融市场	21.0%	*获年轻一代接受 *经销商刺激汽车销售 *更多渠道，更低的融资成本
中国汽车售后服务市场	10.0%*	*汽车密度增加 *老化车辆增多 *保养及维修需求

资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）、*FY16-20E

投资摘要

连接全汽车产业链的领先汽车交易生态系统

提供一站式交易方案的汽车交易平台

易鑫拥有成熟的消费者、汽车经销商和汽车金融/售后服务供应商全网络，已形成以消费者为中心的汽车交易生态系统，能让业务合作伙伴以更好的方式互动及交易。该平台通过多元化的产品选择及更高的透明度吸引消费者，进而吸引业务合作伙伴丰富其产品及服务。如果消费者和业务合作伙伴都对该平台感到满意，他们将更有可能继续留在易鑫的生态系统内，让易鑫能够继续沿汽车产业链在交易周期内提供服务，从而形成具有强劲的用户粘性和客户忠诚度的自我强化的良性循环。

易鑫强大的全汽车产业链生态系统在于其庞大的消费者群体和汽车数据库连接了汽车产业链中各业务合作伙伴。易鑫构建和维护的消费者账户系统可管理消费者信息及关系（2017年上半年拥有超过500万用户数），亦可跟踪在平台交易的每辆汽车的车辆识别码(VIN)或先前提供的VIN的汽车账户系统。鉴于消费者在一生中将参与多次汽车交易，汽车的所有权在其使用寿命内可能转手多次，易鑫的拥有全面产品供应的一站式生态系统能让该公司捕获交易周期中的多个货币化机会。

图10：以消费者为中心的自我强化型汽车交易生态系统



资料来源：公司、招商证券（香港），*MAU和体验店为9M17

无缝整合多渠道运营能力，驱动流量的获取和更佳的用户体验

易鑫整合互联网渠道、交易服务团队和线下经销网络，以扩大客户接触面，提高用户体验，创造闭环式交易服务循环。易鑫的互联网渠道包括移动应用（淘车应用和易鑫车贷应用）和网站（淘车网和易鑫车贷），可供消费者探索汽车交易选项，让业务合作伙伴能够接触潜在消费者。此外，消费者还可访问 1) 易鑫在易车互联网的汽车交易选项，这可以将消费者重新导向易鑫的淘车网；及 2) 易鑫通过京东金融提供的汽车金融服务。

易鑫的线下渠道得到强大的交易服务团队的支持，370 名呼叫中心员工负责转化商机，3,300 名本地服务员工负责提供现场服务。本地服务团队与由位于 300 座城市的 15,000 名汽车经销商（包括 100 间易鑫品牌体验店）组成的广泛网络密切合作。这些线下经销店可满足消费者的验车及签署文件需求，这对完成闭环式交易循环不可或缺。

图11：易鑫的互联网渠道（网站、手机应用等）



图12：易鑫位于上海的体验店



资料来源：公司、招商证券（香港）

资料来源：公司、招商证券（香港）

为消费者及业务合作伙伴提供独特价值

易鑫可为消费者提供一站式交易解决方案，满足消费者在汽车交易之前、交易期间及交易之后的需求，使消费者在交易循环的所有阶段都能参与其中。

- 1) 广泛的产品及服务选择：易鑫在 2016 年上半年至 2017 年上半年总提供约 36,000 种新车型及约 40,000 个汽车金融解决方案。
- 2) 全面、透明及可靠的定价和交易信息：有赖于易鑫的知名品牌、稳健的往绩记录以及不断增长的交易数据库，客户在选车以及与汽车经销商互动方面日益有信心。
- 3) 专有的数据分析，减少处理时间：易鑫可迅速对消费者的融资申请做出信贷决定，可将消费者的交易需求与可用的产品及服务高效匹配。

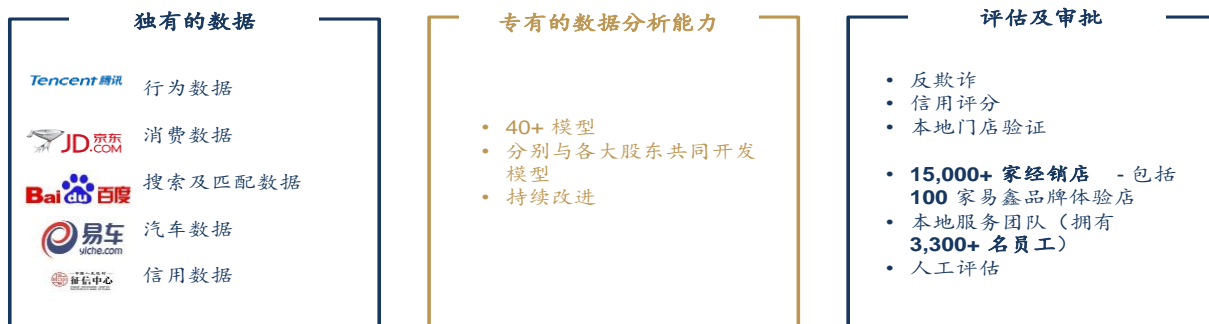
凭借庞大的汽车客户群体以及数据分析方面的独特优势，易鑫可为业务合作伙伴提供有效的消费者行为分析和营销解决方案。

- 1) 汽车制造商 - 有效的营销和销售渠道：易鑫的平台是扩大品牌知名度和发布推广活动的有效平台，相较传统消费者调查，其专有的数据分析可提供有关消费者行为的更可靠及更及时的分析。
- 2) 汽车经销商 - 消费者导向及交易促进：汽车经销商可加入易鑫的经销商网络，拓宽其消费者接触面，并利用易鑫价格合理及灵活的汽车金融解决方案提高其在完成交易方面的成功率。
- 3) 汽车金融合作伙伴 - 庞大的借款人群体及贷款促进：凭借强劲的数据分析和风险管理能力，易鑫可为汽车金融合作伙伴提供全面的资产管理服务，使他们能够拓宽与潜在借款人的接触面。
- 4) 售后服务供应商 - 在整个交易周期拥有庞大的客户群体：由于易鑫在整个汽车交易周期内与消费者保持全面的接触，其可充当向消费者推广保险及其他售后服务的天然及便利的渠道。

稳健的风险管理，独有的大数据提高竞争优势

得益于庞大的消费者群体、汽车账户数据库及腾讯/京东/百度/易车提供的独有及全方位数据，易鑫制定数据驱动型的风险管理方法，并与其股东联合开发出超过40个模型/算法，得以在融资前的信用评估期间执行反欺诈及信用评分操作。易鑫可分析大量的数据，包括用户档案、行为数据、信用数据、消费数据和其他与申请人的信誉有关的信息以及申请人购买的汽车的具体情况及其估值以及首期付款金额。

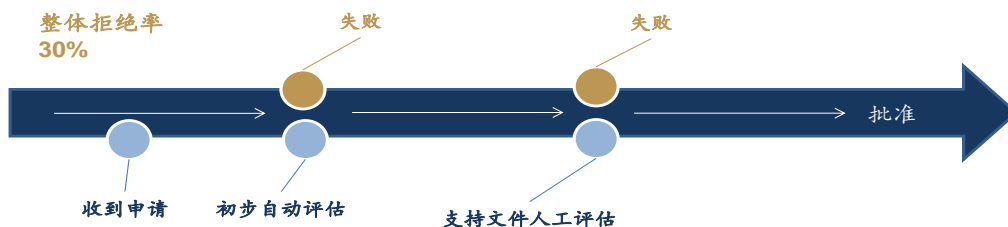
图13：易鑫平台的特殊优势



资料来源：公司，招商证券（香港）

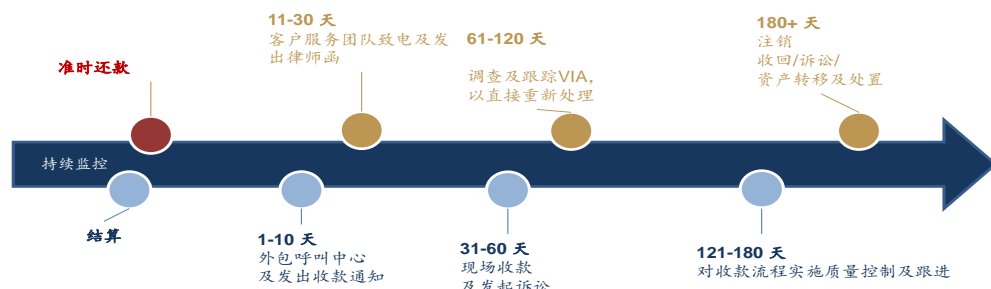
基于易鑫数据驱动的优势和其深度学习、智能数据处理的能力，我们相信易鑫正以其逐渐提高的融资前信用评估效率和领先的融资后资产管理水平和竞争者拉开距离。对于融资前信用评估，易鑫基于申请人的关键信息（如，ID 卡和手机号码）通过其反欺诈系统和信用评分系统执行自动化的初步评估，然后，易鑫将根据评估结果决定是否需要进行进一步的人工评估流程，这将需要额外的信息甚或电话访问/上门拜访。对于融资后管理，易鑫每天监控安装在汽车上的 GPS 的状态。若发现任何违法行为，易鑫的客户服务团队和外包的本地收款专家将启动收款流程。

图14：融资前信用评估流程 (例子)



资料来源：公司，招商证券（香港）

图15：融资后管理流程 (例子)

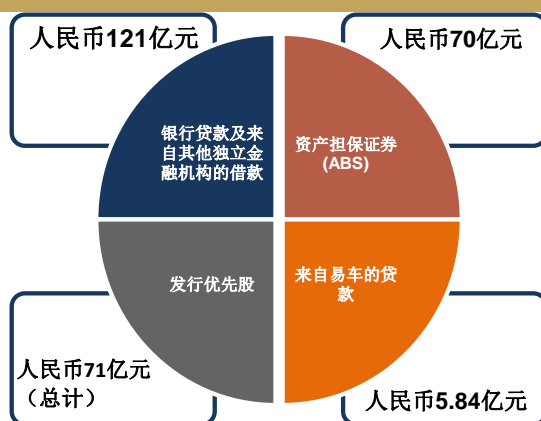


资料来源：公司，招商证券（香港）

易鑫的自营融资业务拥有多个融资渠道，资金来源比同行（尤其是仅依赖银行存款的商业银行）更为多元化。自 2015 财年以来，易鑫通过多次向腾讯、京东、百度和易车发行优先股筹集现金，并获得银行、其他独立金融机构的信贷融通及易车集团直接或间接提供的贷款。

此外，易鑫还利用中国快速增长的资产担保证券(ABS)市场（由于监管机制已从先前的审批机制变更为目前的注册机制），将其产生自自营融资业务的融资应收账款通过中国信托计划证券化，以换取现金收益。截至 2017 年 6 月，易鑫发起的 ABS 的账面价值为人民币 70 亿元，包括公开发售及在上交所上市（人民币 26 亿元）以及通过私募发售（人民币 44 亿元）的 ABS。

图16：易鑫的多元化资金来源



资料来源：公司、招商证券（香港）

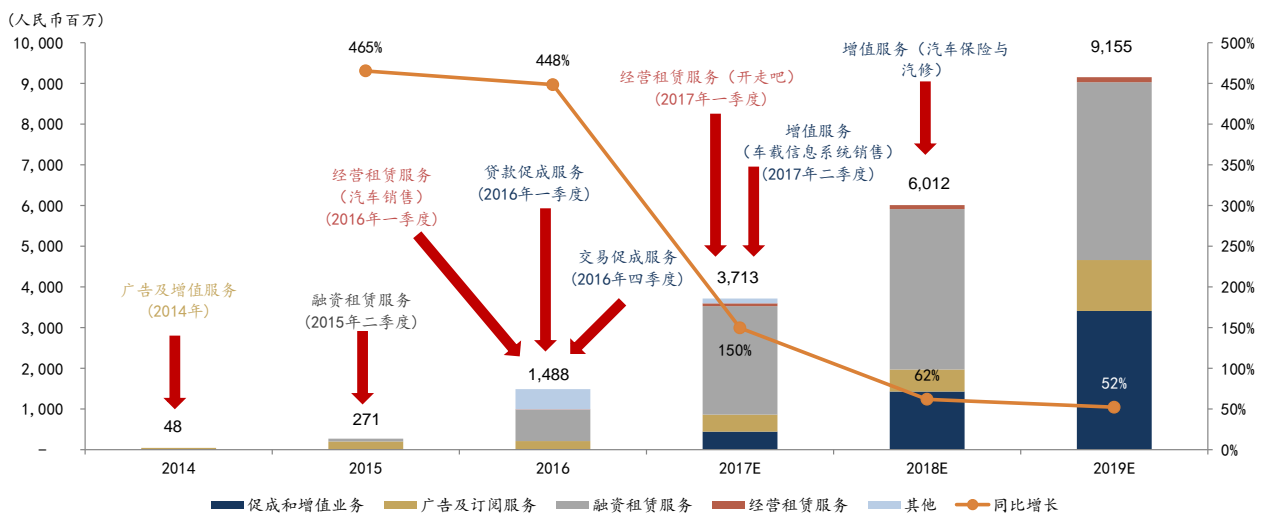
从汽车金融业务发展为汽车交易平台，实现强劲的盈利

作为拥有庞大用户群体及汽车产业链专业知识的最大汽车零售交易平台，易鑫在将互联网汽车购买者转变为线下汽车服务消费者方面展现出强劲的执行能力和稳健的货币化计划。

易鑫自2014年开始广告和会员服务，帮助其业务合作伙伴（汽车制造商、汽车经销商、汽车金融参与者、保险公司）通过网上渠道接触更多的目标消费者。2015年第二季，易鑫率先推出汽车金融业务，向消费者提供多元化的融资租赁和经营租赁产品。2016年第二季，易鑫开始提供汽车交易促成服务及汽车贷款促成服务，并开始扩张渗透全汽车产业链的增值服务，包括车用信息系统和售后服务。特别地，在2017年第二季，易鑫发布了“淘车”在线平台，进一步构建渗透汽车交易循环的生态网络。

受互联网汽车交易、汽车金融、售后服务的强大需求推动，我们预计易鑫2016-2019E财年交易平台服务（贷款及交易促成服务，广告等）和自营融资平台（融资租赁、经营租赁服务等）销售收入年复合增长率将分别达到180%/52%。

图17：易鑫2014-2019财年的预测变现路线图



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图18：易鑫淘车平台一览



资料来源：公司、招商证券（香港）

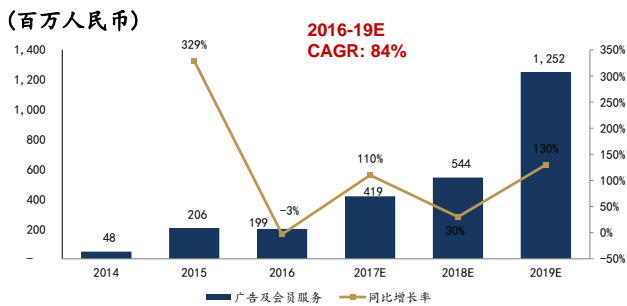
1) 广告及会员服务：连接业务合作伙伴和消费者的坚实基础

我们预计，凭借其不断增长的客户群体和有效的广告解决方案，易鑫在2016-2019财年间在广告和会员服务方面将实现84%的收入复合年增长率。对于广告服务，受益于易鑫广为人知的品牌以及快速增长的月活跃用户数（截至2017年9月为5,100万），其同时提供线上服务（包括在移动应用、移动网站及网站上显示广告）以及线下服务（包括在经销店举办推广活动）。易鑫的全渠道广告服务可帮助业务合作伙伴以多种方式接触更多客户，易鑫的数据分析能力可提供不同的消费者行为分析，将广告准确投送至目标群体。

此外，易鑫的定制会员服务可提供基于SaaS的综合数字营销解决方案，帮助促进汽车制造商、汽车经销商及其客户之间的互动。主要服务包括：

- **展示服务：**易鑫会发布订阅者的定价和推广信息并在平台上（包括移动应用、移动网站及网站）链接他们的网上展厅。
- **网站构建服务：**订阅者可利用易鑫设计的网站模板设置自己的网上展厅，订阅者可通过调查、网上查询及其他方式与消费者互动。
- **广告工具：**订阅者可基于预先设计的材料和模板设计和创建网上广告。

图19：广告和会员费收入（2014-2019年）



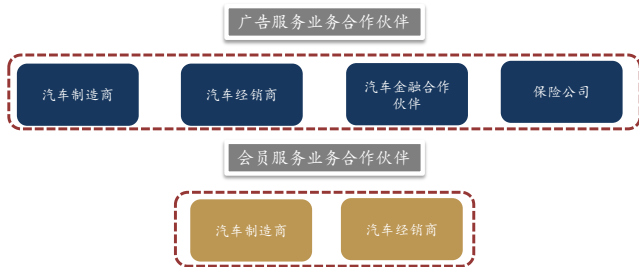
资料来源：公司、招商证券（香港）

图20：易鑫在移动应用/网站上的广告展示



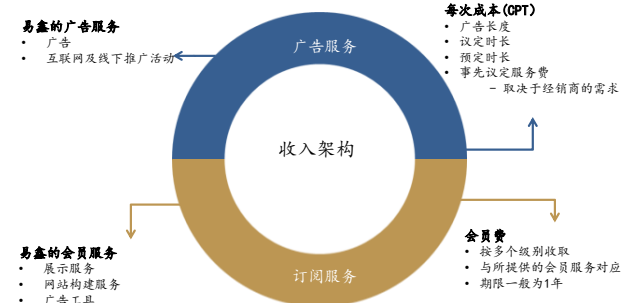
资料来源：公司、招商证券（香港）

图21：易鑫的广告和订阅服务业务合作伙伴



资料来源：公司、招商证券（香港）

图22：易鑫的广告和会员服务收入架构



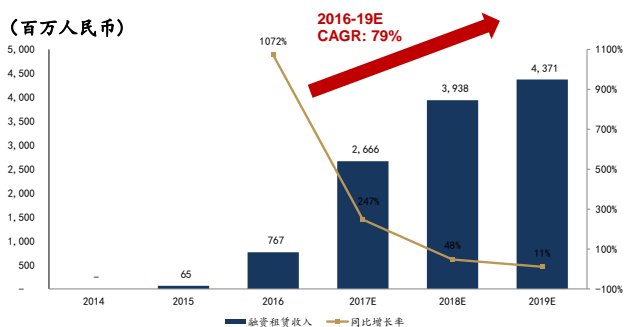
资料来源：公司、招商证券（香港）

2) 互联网汽车金融（自营融资租赁）：捕获巨大增长潜力的先驱

自2015年6月率先推出网上汽车金融产品以来，易鑫的自营汽车金融业务已快速增长，我们预期该板块在2016-2019财年将实现52%的收入增长，主要驱动因素包括：1) 快速增长的互联网汽车交易市场；2) 由于消费者行为变化，不断增加的消费汽车金融渗透率；及3) 融资成本更低、更为多元化及创新的汽车金融产品。

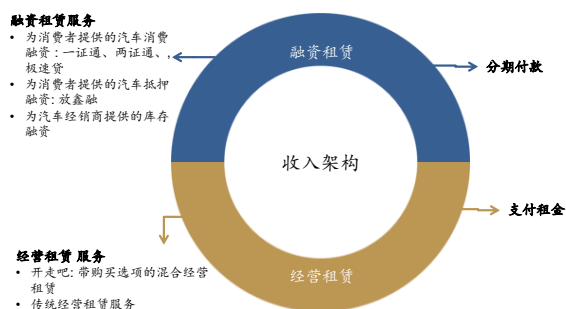
易鑫可提供涵盖融资租赁和经营租赁的全面的自营汽车金融产品组合，我们预计融资租赁将占易鑫在2017/2018财年的自营融资业务收入的94%/ 98%。与中国的汽车金融市场行为一致，易鑫的融资租赁服务主要以销后租回模式运营（占2017年上半年净融资应收账款的98.2%），目标为1) 购车消费者（购车融资）；2) 车主（抵押融资，包括以旧换新融资）以及3) 汽车经销商（库存融资）。

图23：易鑫的自营融资业务收入



资料来源：公司、招商证券（香港）

图24：易鑫汽车金融业务收入架构



资料来源：公司、招商证券（香港）

与银行和汽车金融公司提供的产品相比，易鑫的自营融资租赁产品提供更加丰富的选择，效率更高的流程和更多灵活性，包括汽车类型、文件要求、首期付款率及贷款比例要求、持续期间、付款偏好等。易鑫的目标客户群是希望购买价格介于10万-20万人民币汽车的客户，但传统商业银行/汽车融资公司无法为他们提供所需服务（主要由于产品供应有限以及信用限制）。截至2017年上半年，每个消费者融资租赁的平均融资额及平均期限分别约为人民币70,000元和33个月，易鑫的净融资应收账款的平均收益率为13%。

图25：自营融资租赁的核心产品线

产品线	一证通 最受欢迎	两证通	极速贷
需要的文件	只需中国身份证	中国身份证 + 银行对账单/房产证/专业证书等	只需中国身份证
首期付款	平均	低	50%
利率	平均	低	平均
审批速度	平均	平均	快
预付款选项	是	是	是

资料来源：公司、招商证券（香港）

图26：一证通/两证通下的核心产品

产品	舒鑫融 最受欢迎	易鑫融	省鑫融
首期付款	是	是	是，但很低
末期付款	否	是	否
保证金	否	否	是，但可退还
前期费	否	否	是

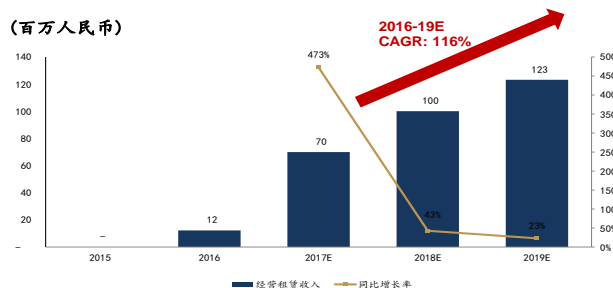
资料来源：公司、招商证券（香港）

3) 互联网汽车金融（经营租赁）：“开走吧”计划在易鑫体验店获得极大关注

易鑫的混合经营租赁产品（开走吧）于2017年2月推出，具有灵活的支付条款、较低的首期付款以及较低的每月还款，针对具有良好工作前景和收入潜力的年轻消费者。自推出以来，“开走吧”已成为其100间易鑫品牌体验店的旗舰产品。按照经营租赁模式，易鑫向汽车经销商购买汽车并充当出租人，将汽车租赁给消费者（承租人），以收取租金。在租赁期内，易鑫保留汽车的所有权，消费者仅拥有使用权，在租赁期满后，需要将汽车归还易鑫。

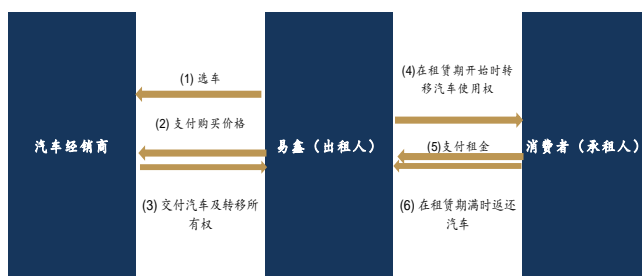
我们预期，在更愿意为提高生活素质付款的80后消费者的强劲汽车融资需求推动下，易鑫经营租赁产品在2016-2019财年将实现116%的收入复合年增长率。该产品具有较低的首期付款（购买价格的10%）、较低的每月还款以及可退还的保证金（购买价格的10%）。在第一个12个月期间结束时，消费者有4个选项：1）转为3年融资租赁；2）再次支付首期付款以租赁新车；3）作出一次性付款以购买该汽车；4）将汽车归还易鑫，无需支付任何额外的费用。

图27：易鑫的经营租赁业务收入



资料来源：公司、招商证券（香港）

图28：易鑫经营租赁模式

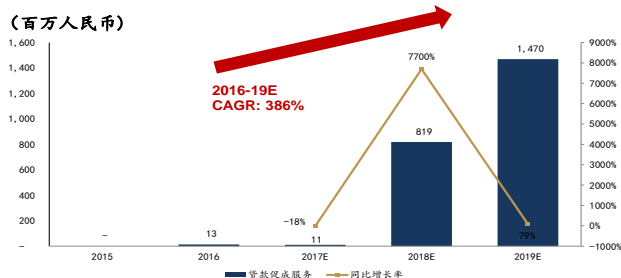


资料来源：公司、招商证券（香港）

4) 互联网贷款促成服务：构建“自营+平台”运营模式

在易鑫强大的风险管理能力和自营融资业务广泛的汽车经销商网络支持下，其于2016年4月向汽车金融合作伙伴推出贷款促成服务，旨在营造与携程、亚马逊和家乐福类似的“自营+平台”运营模式下的交易环境。易鑫目前与超过220家金融机构（包括超过60间银行）及众多大型汽车金融合作伙伴（包括上海银行、中信银行（998 HK）和工商银行（1398 HK））合作。我们预计，在更高的汽车金融渗透率以及汽车金融合作伙伴接触易鑫庞大的借款人群体的需求推动下，易鑫的贷款促成服务在2016-2019财年间将实现386%的收入复合年增长率。相较自营融资业务，易鑫的贷款促成服务资本密集度更低，有助于满足客户对更多融资选择的需求。未来，易鑫计划拓展其贷款促成服务，与大型汽车金融合作伙伴群体合作，推出更多融资产品。

图29：易鑫的贷款促成业务收入



资料来源：公司、招商证券（香港）

图30：易鑫的贷款促成服务



资料来源：公司、招商证券（香港）

5) 汽车交易促进服务：转变为一站式汽车解决方案平台

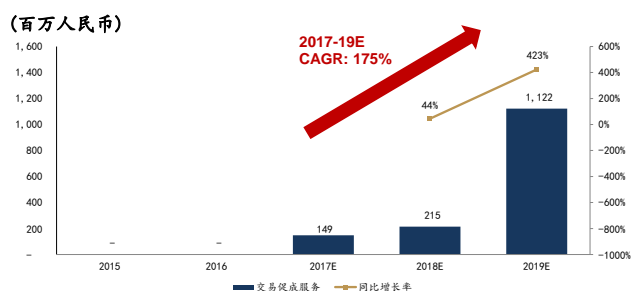
我们预计，在经销商网络的扩展、更多供选择的产品和更高的汽车金融渗透率等因素推动下，易鑫的交易促成服务将在2017E财年贡献1.49亿人民币的收入，2017-2019E财年的收入年复合增长率将达到175%。

购买促进：易鑫受益于其全面的渠道及专业知识为消费者提供购买支持服务，尤其是在二手车交易中，该等服务具有强劲的需求，主要因为消费者更为担心二手车隐藏的问题及隐患（这些问题可能不会体现在记录中），而他们缺乏发现这些问题以避免意外的交易后维修费用所需的专业知识/时间。

消费者可线上/线下查询产品及服务，易鑫将指派服务顾问（本地服务团队）前往经销商，为消费者提供协助，包括现场检查或试驾以及其他服务（如，汽车金融解决方案和保险计划等）。易鑫基于完成的交易的价值以及交易所在的地区向汽车经销商收取固定费率的服务费。

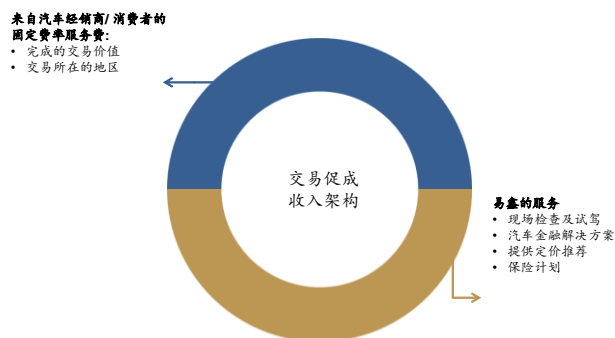
销售促进：易鑫通过其汽车经销商合作网络支持有以旧换新需求的车主用他们的二手车换购新车。集团还与第三方二手车拍卖平台合作，为消费者提供比传统经销商市场更高效的替代方案。对于销售支持服务的引荐服务，易鑫基于完成的交易的价值以及交易所在的地区向汽车经销商收取固定费率的服务费。

图31：易鑫的交易促成业务收入



资料来源：公司、招商证券（香港）

图32：易鑫的交易促成业务收入架构



资料来源：公司、招商证券（香港）

战略扩张加速，发掘汽车交易循环里的机会

清晰的3阶段发展蓝图：1) 汽车金融；2) 汽车交易；及3) 跨全汽车产业链的汽车数据平台

作为中国最大的互联网汽车零售交易平台，易鑫一直按清晰的3阶段发展蓝图发展，从1) 汽车金融企业，逐步发展成为2) 汽车交易平台，如今进一步发展为3) 跨全汽车产业链的提供一站式解决方案的数据驱动型汽车平台。

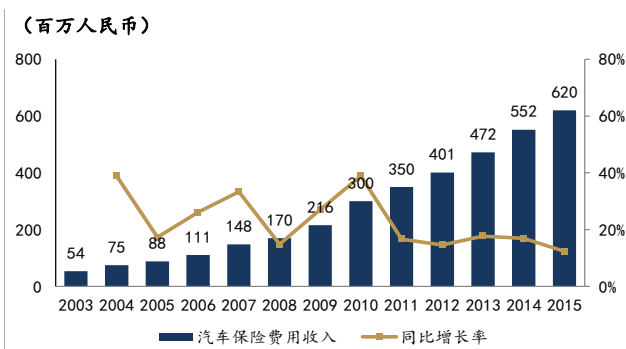
易鑫将继续利用其庞大的消费者、汽车数据库和广泛的汽车业务合作伙伴网络拓展至汽车交易循环的其他阶段，我们相信，易鑫能够在近期捕获汽车售后服务市场（包括汽车保险及汽车零部件市场）的巨大商机。我们预期，易鑫的增值服务将能够在2016-2019财年实现69%的收入复合年增长率。

汽车保险是易鑫的汽车交易业务的自然延伸

易鑫与顶级保险公司（如，中国人保（1339 HK）、中国太平洋保险（2601 HK）、安盛（AXA SA））合作提供网上保险产品。通过易鑫购买汽车或汽车金融产品的客户，只需在网上提供个人信息，即可购买汽车保险产品。易鑫提供一站式的汽车交易解决方案以及多元化的汽车保险产品。我们相信，易鑫的网上到网下综合平台可提供广泛的产品组合、更易于获取且更为便利，使其能够与其他网上汽车保险平台区别开来。

据弗若斯特沙利文报告显示，中国网上汽车保险的保费价值于2016年达到人民币399亿元，预期未来将继续快速增长。中国汽车保险市场近年来稳步增长，据国家统计局数字显示，2015年的保费收入已达到人民币6,200亿元。同时，由于中国的互联网日益普及，客户日渐接受网上交易，更多的汽车保险交易在网上完成。

图33：中国汽车保险的保费收入（2003-2015年）



资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图34：易鑫的汽车保险平台

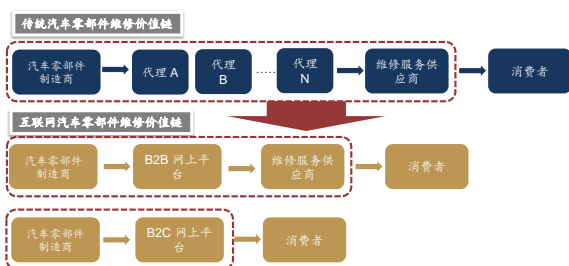


资料来源：公司、招商证券（香港）

汽车零部件维修市场存在巨大的商机

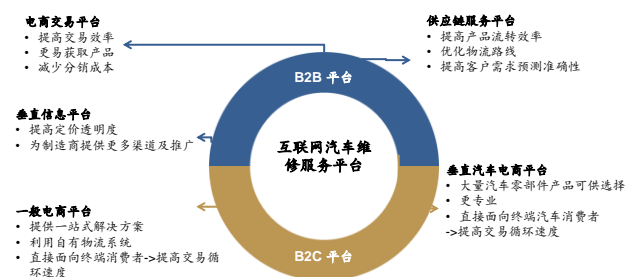
由于中国的不断上升的汽车密度及车辆老化，对汽车零部件的维修和保养需求日益上升。传统的汽车零部件维修产业链在产品抵达终端消费者之前包含多个中间代理商，而互联网汽车零部件平台可跳过中间参与者，提高交易效率，同时降低分销成本。互联网汽车维修服务平台主要包括B2B/B2C电子商务平台、垂直信息供应商以及供应链服务平台。我们相信，易鑫凭借其庞大的用户群体和在汽车价值链的专业知识，能够捕获汽车零部件维修及保养市场的商机。

图35：传统/互联网汽车零部件维修产业链



资料来源：招商证券（香港）

图36：互联网汽车维修平台类别



资料来源：艾瑞咨询、招商证券（香港）

受益于长期的汽车运营量、交易量和用户增长，成为领先的汽车数据平台

在2016财年及2017年上半年，易鑫的租赁业务累计管理超过36万辆汽车，易鑫已成为世界最大的汽车运营商之一（图39）。在2017年第二季，为加强融资后资产管理的风险管理能力，易鑫开始在易鑫融资/经营租赁的汽车上安装车载远程信息系统，该系统可通过每天监控在汽车上预装的GPS的状态，帮助收集匹配数据。

我们相信，用户匹配数据是用户驾驶行为的最关键要素，这能让易鑫获得对其运营的35万辆汽车的用户状况及驾驶行为获得更好的了解。作为一站式汽车销售平台，易鑫可利用对用户驾驶行为的大数据分析及其自身的产品销售数据和汽车相关数据优化其产品供应及推广活动，捕获交叉销售机会，从而减少营销成本及改善易鑫的长期利润率。

此外，我们相信易鑫将通过车载远程信息系统引入LBS信息和广告，并基于用户的地点及过往驾驶行为向不同的客户提供不同的信息/建议。我们认为，产品类型的扩充有助于易鑫增加其在汽车金融、汽车保险及其他售后服务市场的广告业务合作伙伴群体，同时增强客户的整体体验。

虽然仍处于初期阶段，但由于易鑫能通过车载远程信息系统得到的庞大的汽车和汽车消费数据库及用户行为数据，我们对公司的发展策略抱持乐观看法。我们认为，易鑫能够捕获大数据和智能运输的风口，成为领先的汽车数据运营平台。

图37：汽车运营商 - 地图数据（仅作说明之用）



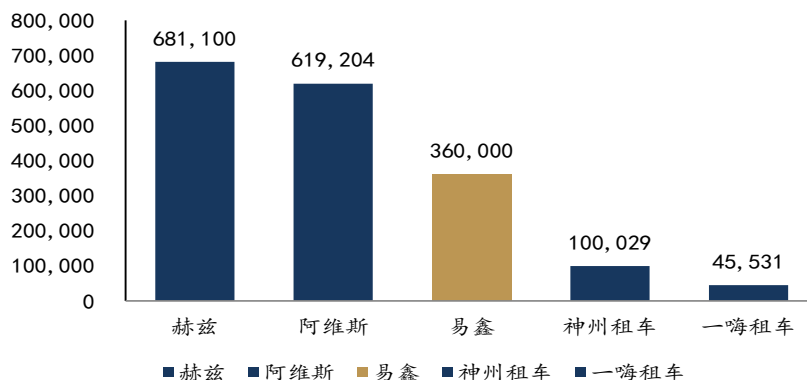
资料来源：公司、招商证券（香港）

图38：车载远程信息系统（仅作说明之用）



资料来源：招商证券（香港）

图39：汽车交易比较--截至2017年6月30日运营的汽车数量



资料来源：公司申报文件、公司数据及弗若斯特沙利文

* 赫兹，平均车辆数目；阿维斯，平均租赁车队；易鑫，截至2017年8月31日的运营汽车数量，包括自成立以来购买融资、抵押融资及运营融资累计的汽车数量；CAR Inc.，神州租车，总车队规模；一嗨租车，平均可用车队规模，包括租车车队及车辆服务车队。Hertz(HRI US), Avis(CAR US), CAR Inc(0699.HK), eHiCar service(EHIC US)

行业分析

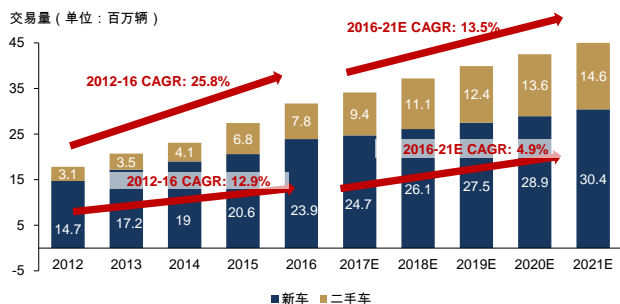
中国汽车行业：2016年至2021年，全球最大汽车市场销量的复合年增长率为7.3%

低渗透率和日益增加的可支配收入带动中长期增长

根据弗若斯特沙利文的资料，2016年中国汽车零售市场规模达到3,160万辆，2016年至2021年的复合年增长率为7.3%。随着购买力不断增强，城镇化进程加快，人均可支配收入日益增加，销售渠道进一步渗透至低线城市，以及二手汽车交易量不断增加，中国汽车市场实现了强劲增长，2012年至2016年的复合年增长率为15.5%，预期2016年至2021年期间将按复合年增长率7.3%的速度稳步增长。

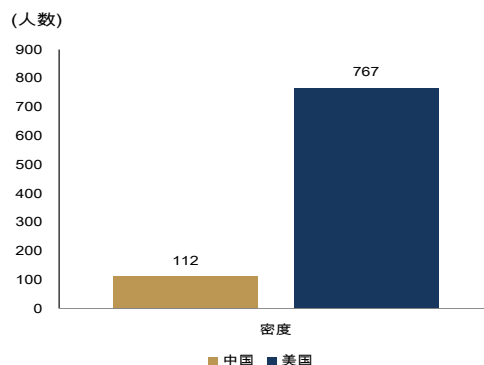
汽车拥有率的增长空间巨大。尽管中国是世界最大的新汽车市场，在2016年，每千人拥有的汽车数量（或称汽车密度）仅为112.0辆，明显低于美国的767.0辆，这意味着中国汽车市场存在巨大增长潜力。

图40：中国汽车零售交易量



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

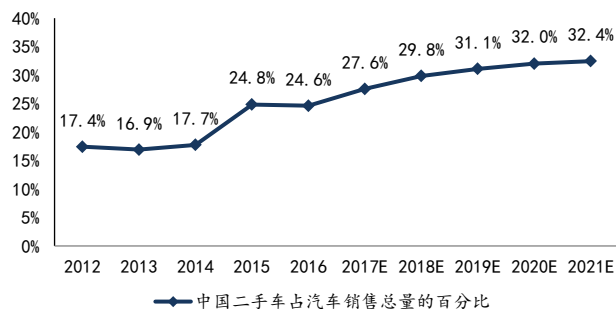
图41：2016年汽车密度（辆/千人）



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

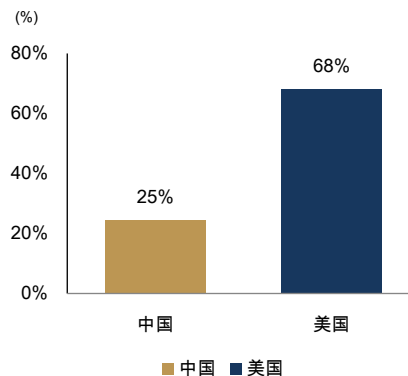
由于汽车拥有率不断上升，消费者对二手车的接受程度增加，政府政策也支持二手车流通，因此，二手车市场将是长期的增长驱动力，2016年至2021年二手车销量的复合年增长率为13.5%，而新车市场为4.9%。然而，与美国及其他发达市场相比，目前，新车销售仍是中国汽车销量的主力。根据弗若斯特沙利文的资料，2016年，中国汽车销售总量中仅有24.6%来自二手车销售，而美国为68.2%，表明未来中国二手车市场仍存在巨大增长潜力。

图42：中国二手车占汽车销售总量的百分比



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图43：中国与美国的二手车渗透率比较



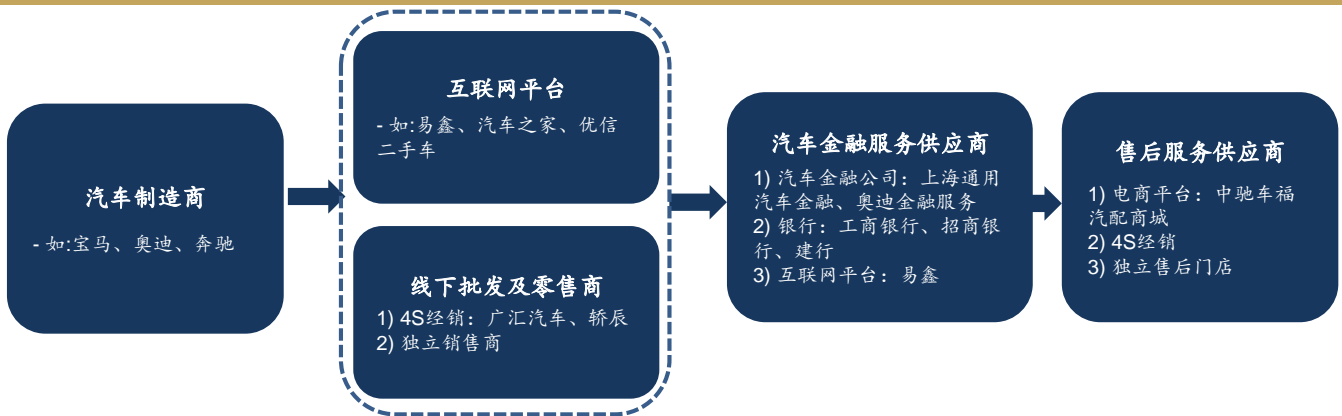
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

互联网渗透率日益上升，汽车行业产业链向互联网发展

中国汽车行业产业链的主要参与者包括汽车制造商、汽车批发商/零售商、汽车金融/后市场服务供应商。如下所述：

- **汽车制造商**主要从事汽车制造、营销自行生产的汽车。
- **批发商和零售商**负责汽车分销和销售，分为互联网渠道和线下经销渠道。
- **线下经销商**可进一步分为授权经销商和独立经销商。授权经销商主要采用4S经营模式，提供销售、调查、服务以及特定汽车品牌的零配件。独立经销商亦占据中国汽车市场的部分销售渠道。
- **在线销售渠道**主要包括在线汽车交易平台和在线汽车资讯平台，这些平台可提高匹配汽车买家和卖家的交易效率，提供更多的选择和服务。
- **汽车金融和汽车后市场服务供应商**提供各类支持汽车交易的产品和服务。汽车金融公司为消费者提供汽车金融产品，如汽车贷款、融资租赁、个人合约购车；后市场服务公司则提供保险、延保、保养与维修、道路救援、汽车产品销售等相关服务。

图44：中国汽车行业产业链



资料来源：招商证券（香港）；BMW(BMW.F), AUDI(NSU.DE), BENZ(DAI.DE), AUTOHOME(ATHM US), CHINA GRAND AUTO(600297 CN), ICBC(1398 HK), CMB(3968 HK), CCB(0939 HK)

由于中国互联网快速渗透，在线汽车资讯、通讯技术和电子商务日益普及，中国汽车行业产业链正在向在线汽车服务扩展，有助于增强用户体验，扩大消费者触及范围。这种趋势通过扩宽消费者接触各行业的途径，提升交易效率，促进更有效的供需匹配，以及对传统交易流程进行创新，促进汽车行业更有效地运作。

一方面，越来越多的中国汽车买家去线下经销商/供应商试车之前会在线搜索产品/价格信息、比较汽车相关产品。另一方面，在线汽车服务供应商也通过贷款、保险、二手车销售和其他后市场服务使他们的产品供应与交易紧密相连。

互联网汽车消费市场：2016年至2021年，销售额强劲增长，复合年增长率为41.3%

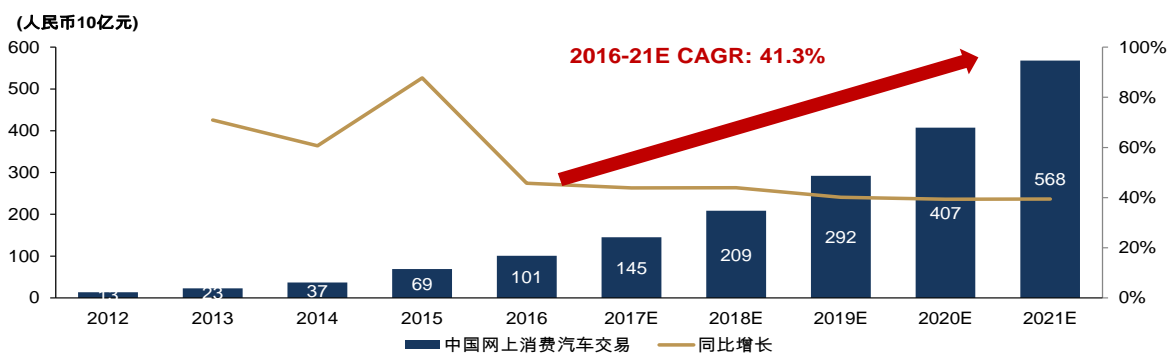
中国在线汽车消费市场存在巨大商机

2016年至2021年，中国在线汽车消费交易市场的销售额预期按复合年增长率41.3%快速增长，主要是受到同期强劲的销量复合年增长率39%所推动。在线汽车消费交易市场的销售额将由人民币1,010亿元（2016年）增长五倍至人民币5,680亿元（2021年）。

与采用经销代理模式的传统汽车交易流程相比，互联网平台主要通过两种方式提供汽车交易服务：1) 在线寻找消费者，然后促成汽车交易；或2) 通过提供在线金融解决方案为客户（来自线下渠道和线下经销商）促成汽车交易。在线汽车零售交易的主要增长驱动力包括：

- 1) 中国互联网渗透率日益上升：中国互联网和移动互联网的渗透率从2012年的41.7%/31.0%骤增至2016年的52.9%/50.3%，预计2021年将达到80.9%/80.0%。
- 2) 线上平台选择更多，途径更便捷：因空间限制，线下渠道仅可提供有限的汽车选择，相比之下，在线平台则可提供更多的品牌/型号选择和其他汽车服务。
- 3) 对在线交易的认知和接受度提升：随着中国电子商务行业快速发展，消费者越来越接受在线交易。

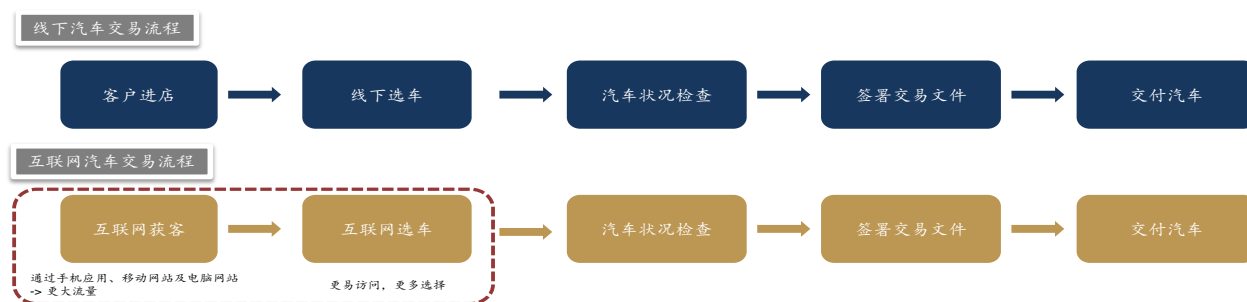
图45：中国互联网汽车交易市场



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

中国互联网汽车交易平台比线下同行（如经销商）具备独特的优势，主要在于：1) 更易于获取各类汽车相关的资讯和汽车金融解决方案，及2) 在整个汽车交易周期中具备强大的线上/线下资源整合能力，故可通过在线渠道和线下合伙经销商/自营店铺提供全面的服务。例如，在线汽车交易平台能够获取在线客户流量并转移至合伙或自营线下经销商店铺，然后在其线下网点完成汽车交易的余下环节，如车检、文件签署、车辆交付。

图46：传统线下与互联网汽车交易流程比较



资料来源：公司、招商证券（香港）

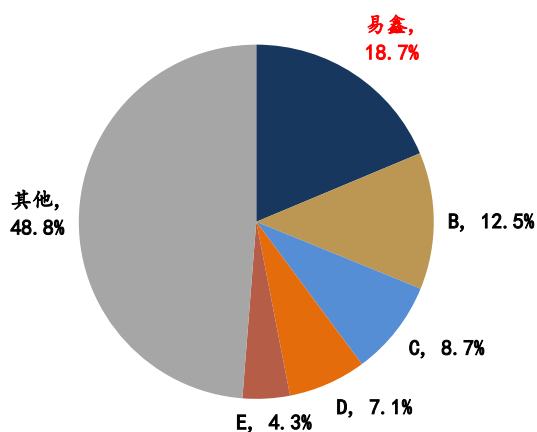
前五大参与者占据互联网汽车消费市场份额45.9%...而市场剩余竞争格局则是分散的

中国互联网汽车消费交易市场由少数几个参与者主导。根据弗若斯特沙利文的资料，2016年前五大参与者分别占据了交易总量及交易总额51.2%及45.9%的市场份额。中国在线消费者汽车市场规模达到人民币1,007亿元，2016年交易量达1百万次。易鑫作为排名第一的参与者在2016年的收益占据18.4%的市场份额，而第二及第三名参与者在2016年的市场份额分别为9.5%及8.8%，易鑫所占市场份额近乎第二及第三名参与者的2倍。

中国市场的进入壁垒大幅提高，更多融资租赁行业和互联网行业的新进入者在过去的2至3年里将其业务扩展到在线汽车消费市场。主要壁垒包括：

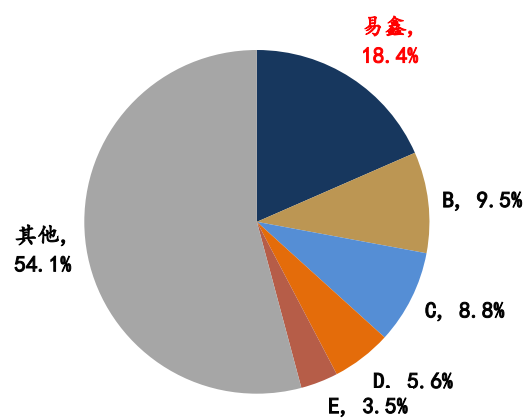
- 1) **吸引买家及卖家的能力：**在线流量采集很大程度上取决于品牌形象、营销力度及手机应用及网站设计，以上都需要时间和资金来建立。
- 2) **覆盖汽车制造商和经销商的广泛网络：**在线交易平台的核心功能是有有效匹配产品与服务的供求，因而与广阔的汽车制造商和经销商网络保持密切联系对在线汽车平台至关重要。
- 3) **整合在线和线下服务的能力：**线上和线下渠道均对汽车交易周期至关重要，而整合在线和线下服务的强大能力可大大增强营运效率和客户体验。

图47: 2016年中国互联网汽车零售交易额市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图48: 2016年中国互联网汽车零售交易量市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

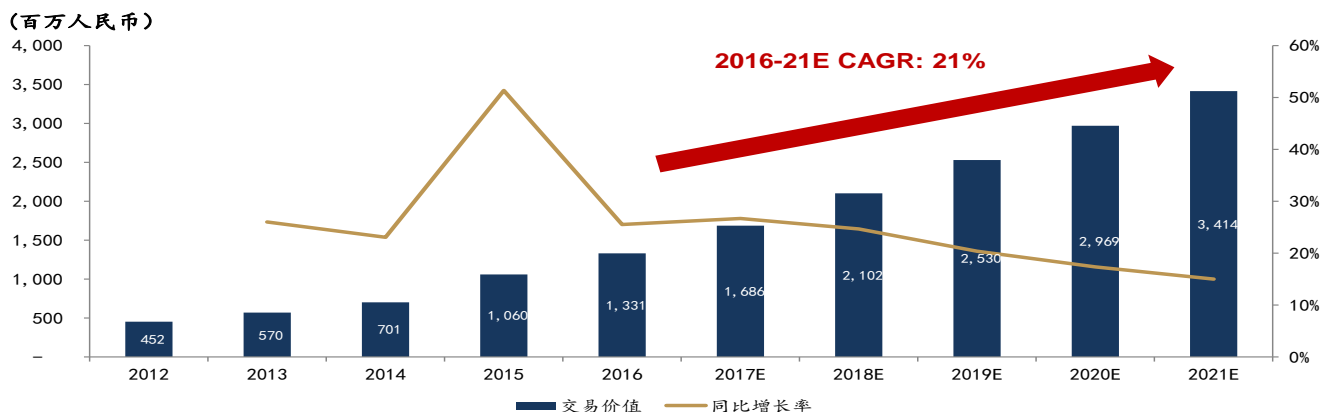
汽车消费金融市场：目前规模尚小，但未来会大幅增长

市场渗透率不足，而对汽车消费金融的需求却日益增加

根据弗若斯特沙利文的调查，中国汽车消费金融市场交易量及交易价值继2012财年至2016财年期间按复合年增长率31%/31%强劲增长后，预计于2021年将达到人民币34,130亿元/2630万交易次数，2016年至2021年期间的复合年增长率分别为20.7%/22.2%。根据中国汽车流通协会的资料，由于购买汽车的价格不菲，在美国和全球范围内，用现金全款买车并不容易，因而分别有大约82%和70%的汽车购买者依赖于汽车金融。然而，根据弗若斯特沙利文的资料，汽车消费金融在中国的渗透率为30.5%，依旧较低，渗透率预计在2021年增长至58.4%，且主要受以下因素影响：

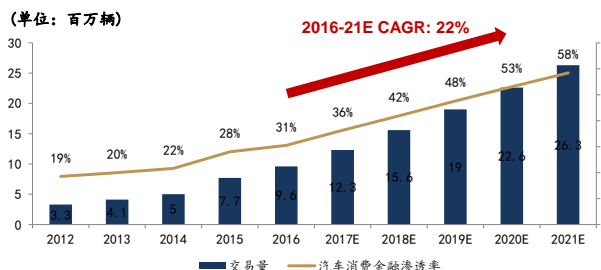
- 1) 消费者习惯的改变，年轻一代对汽车金融的接受度更高：80后的一代的汽车购买频率更高，更愿意接受消费者信贷；
- 2) 拓宽融资渠道，更加低廉的融资成本：于2014年，资产支持证券由政府监管以审批为基础的管理体制转变为以注册为基础的管理体制。由此，汽车金融供应商得益于资产支持证券较低的融资成本；
- 3) 汽车金融产品更具多样性和创新性：中国汽车消费金融市场的全面放开，以及个人信用体系的改善，吸引了更多的市场参与者（如融资租赁公司、汽车经销商）提供更个性化和更灵活的汽车消费金融产品。

图49: 中国汽车消费交易市场中有汽车金融渗透的交易（按交易价值计）



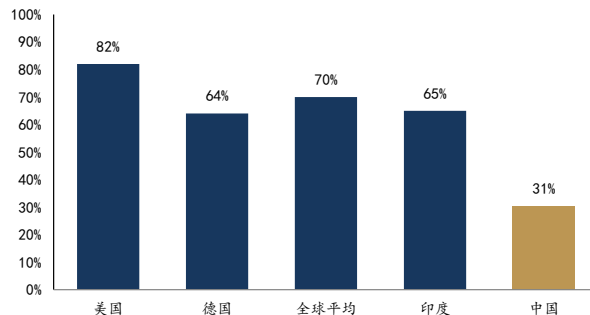
资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图50: 中国零售汽车金融交易量和渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

图51: 全球汽车消费金融渗透率比较

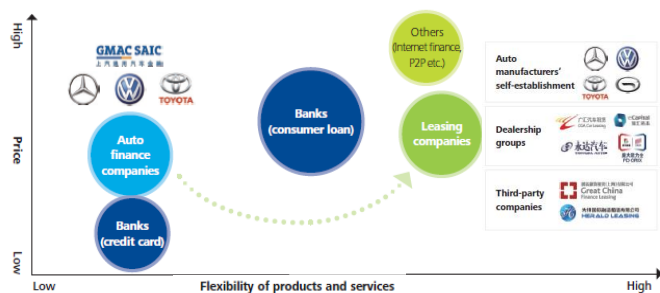


资料来源：弗若斯特沙利文、中国汽车流通协会、招商证券（香港），备注：美国、中国数据为截至2016年；德国、印度和全球数据为截至2014年

拥有更具创新性和灵活性的产品，互联网汽车平台正迅速发展

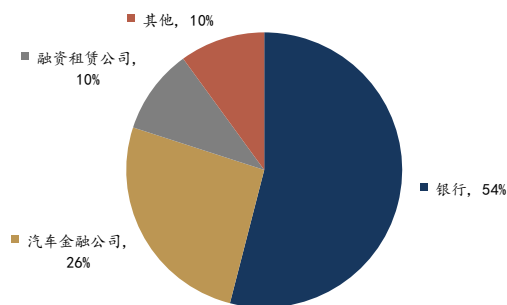
中国消费汽车金融市场的主要参与者包括银行、汽车金融公司和融资租赁公司，根据德勤的分析数据，他们分别占据2014年中国汽车消费者金融市场54%、26%和10%的市场份额。近年来，凭借更多样的产品供应、更高效的流程和更高的透明度等优势，互联网金融平台正大举扩张进入中国的消费汽车金融市场。

图52: 中国汽车金融市场参与者



资料来源: 招商证券 (香港)

图53: 中国汽车消费金融市场份额 (2014年)



资料来源: 德勤、招商证券 (香港)

图54: 中国政府对汽车金融的优惠政策吸引更多参与者进入市场

时间	发行部门	规章	影响
2003年10月	中国银行业监督管理委员会	《汽车金融公司管理办法》	促进中国汽车金融行业的健康发展
2004年	中国国务院	《汽车贷款管理办法》(修订版)	允许不同类型的机构经营汽车贷款行业
2007年	中华人民共和国国家工商行政管理总局	个人财产登记条例	简化个人财产登记手续; 允许更多的抵押对象; 帮助推动汽车金融行业
2009年3月	中国国务院	汽车产业发展规划	促进汽车消费贷款的监管
2009年	中国人民银行、中国银行业监督管理委员会	2009年第14号公告	允许合格的汽车金融公司发行金融债券以募得更多资金来源
2014年6月	中国银行业协会	中国汽车金融公司行业发展报告	帮助规范汽车金融业务
2014年	中国银行业监督管理委员会	关于审批汽车金融公司、消费金融公司和融资租赁公司资产支持证券业务认证的通知	促进汽车金融公司的资产支持证券募集资金来源
2015年	中国人民银行	信贷资产证券化登记系统的开设	进一步降低汽车金融公司的融资成本
2016年3月	中国国务院	关于促进二手车便利交易的若干意见	支持二手车融资服务
2016年4月	中国人民银行、中国银行业监督管理委员会	关于推动新消费融资的建议	促进消费融资业发展

资料来源: 中国政府部门、招商证券 (香港)

图55: 中国互联网巨头在过去的几年里开始投资汽车金融领域

公司	时间表	举措
腾讯 (700HK)	2013年	投资B2B汽车电子商务平台优信拍
	2015年1月	腾讯和京东在易车投资13亿美元并注资3.90亿美元于易车的子公司—易鑫
	2015年8月	投资C2C平台人人车
	2015年9月	与百度共同投资C2B平台天天拍车
阿里巴巴(BABA US)	2015年3月	阿里巴巴出资人民币10亿元与上汽投资联合创办了一家互联网汽车基金
	2015年4月	建立汽车业务部门; 与上海通用汽车公司达成战略合作协议; 阿里旗下湖畔山南资本与道明光学共同投资人民币4,000万元于携车网
	2015年7月	阿里汽车业务部携手蚂蚁金服推出汽车金融产品“车秒贷”
百度(BIDU US)	2014年以来	投资优步、天天用车、51用车、优信二手车
	2015年11月	与安联保险和高瓴资本联合创办一家互联网保险公司
58同城(WUBA US)	2015年6月	推出汽车金融产品 — “58车商贷”
		与阳光保险和大地保险合作推出在线汽车保险服务

资料来源: 公司、招商证券 (香港)

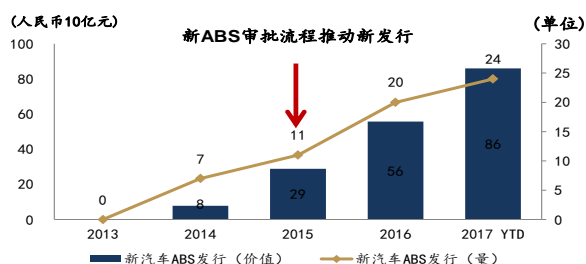
快速增长的汽车资产支持证券驱动多元化融资渠道

中国汽车金融公司主要的融资渠道包括股东权益, 银行贷款和企业债券, 其中银行贷款是主要的选择。然而, 权益融资稀释股权, 银行贷款需要股东或抵押物强大的保障, 企业债券市场还在起步阶段。因此, 监管政策对资产证券化这几年来支持可以 1) 提供相对低成本直接融资渠道 2) 扩大资产规模, 由于汽车作为基础资产有很强的流动性。

由于监管推动促进了中国资产支持证券市场的发展, 2014年, 基于注册的资产支持证券审批流程实施推动了汽车资产支持证券市场的快速增长。银行及融资公司是中国汽车资产支持证券最大的发行人, 分别占2017年迄今为止新发行资产支持证券总额的16%及84%。2016年, 在中国的26家汽车金融公司中, 13家公司至少已进行一次发行交易, 6家公司至少已进行两次发行交易。

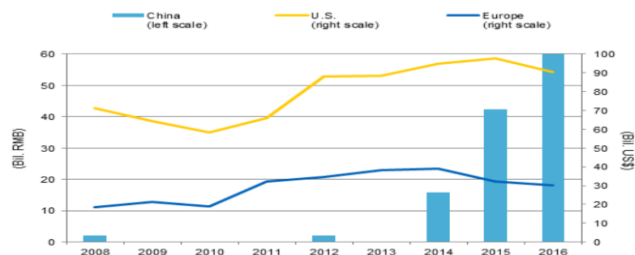
中国新的汽车贷款资产支持证券保险规模于2016年达到人民币645亿元, 2014年至2016年复合年增长率为188%, 占2017年迄今为止资产支持证券新发行供应规模总额的9.1%。汽车资产支持证券成为中国第五大资产支持证券行业 (图33)。根据中央结算公司, 截至2017年10月, 新发行的资产支持证券量同比增长106%, 规模达到人民币86亿元, 其中汽车资产支持证券发行24次 (与之相比, 截至2016年10月为15次), 而2016年新发行量同比增长93%, 达到人民币557亿元, 创历史新高。新发行资产支持证券的平均价值为人民币61亿元, 为2016年平均价值-人民币29亿元的三倍。

图56: 2008年至2017年中国汽车贷款资产支持证券发行数额及价值



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

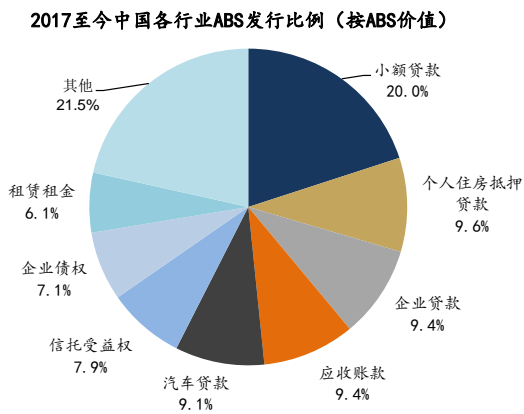
图57: 中国、美国及欧洲的汽车资产支持证券发行量



资料来源: 标准普尔、中国债券信息网、证券业及金融市场协会、招商证券 (香港)

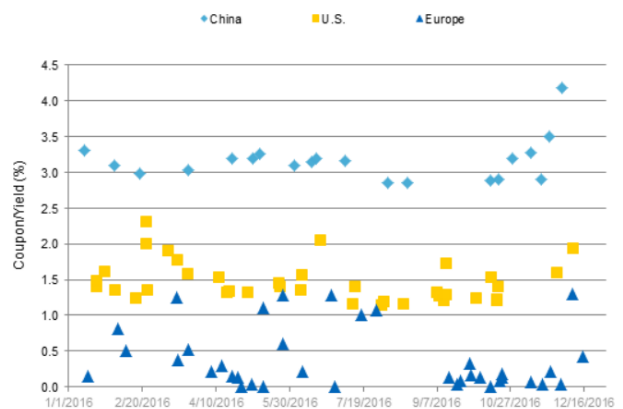
鉴于大多数汽车资产支持证券（优先级债券）于2016年的利率介乎3%至5%，汽车资产支持证券融资可大幅削减汽车融资参与者的筹资成本。由于严格的借贷标准以及较低的贷款价值比（约等于60%，美国约等于100%），汽车贷款资产支持证券于过去几年里表现良好，累计违约率（小于2.5%）及拖欠率较低。根据穆迪评级的资料，2017年第一季度，在中国未结清的汽车贷款资产支持证券中，拖欠天数平均超过30天的拖欠率维持在0.12%的低位，而2016年第四季度为0.11%。与2016年第四季度相比，拖欠天数为31-60天及60天以上的拖欠率于2017年第一季度维持稳定，分别为0.07%及0.05%。

图58: 2017年迄今为止，汽车贷款资产支持证券发行量中国资产支持证券市场的9.1%



资料来源: 中央结算公司、招商证券 (香港)

图59: 中国、美国及欧洲汽车资产支持证券优先级类别的息票率/收益率 (2016年)



资料来源: 标准普尔、彭博、中国债券信息网、招商证券 (香港)

高进入壁垒: 最低注册资金要求、风险管理能力和强大的销售网络

虽然中国的汽车消费金融市场仍然呈现强劲增长态势，但近期新的市场参与者涌入导致进入壁垒增加，其中包括1) 大量的资本投资满足监管对注册资本的要求及业务发展需要，2) 融资前后的固有风险的管理，以及3) 在产品分销上与经销商和消费者的强大线上/线下网络。

- 1) 资金要求和融资成本。** 为满足现行监管制度下的最低注册资金要求，中国汽车消费金融市场的新进入者需要投入大量资金来为汽车消费金融业务提供支持。此外，初期业务发展也需要进一步投资。因此，获得低成本融资的能力对于维持汽车金融供应商的盈利能力和竞争优势至关重要。
- 2) 内部控制和风险管理。** 建立牢固的内部控制和风险管理体系对汽车金融服务供应商至关重要，包括建立相关的信息基础设施和数据分析能力、任用专业和经验丰富的信用评估人才、制定详细的政策和程序。
- 3) 强大的经销网络。** 为了有效地向消费者分销汽车金融产品，汽车金融供应商需要通过线下经销商/自营分支机构或互联网平台建立一个强大的网络。新进入者需要重新开始建立渠道网络，或与多方合作建立分销网络。

汽车后市场服务：在存量汽车加速老化的行业背景下，风口近在眼前

互联网汽车保险和其他后市场服务蕴藏潜在增长机会

根据易观的资料，中国汽车后市场服务市场规模预计在2019年达到人民币12,350亿元，2016年至2019年的复合年增长率为10%。该行业由汽车保险和其他后市场服务组成，且近年来两个分部均呈强劲增长态势，特别是在线平台实现的交易。

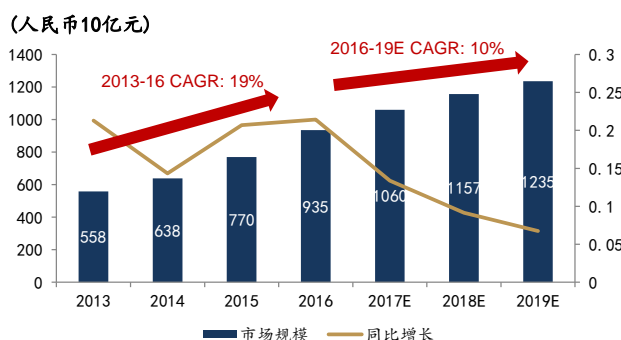
根据益普索(Ipsos)的资料，中国汽车后市场服务市场预计在2018年平均车龄超过5年时会出现繁荣景象，正如发达国家所经历的那样。与成熟市场相比，中国车辆的车龄仍然很年轻，2016年客运车辆总数的车龄超过六年的只有31%。中国车辆的平均保修期通常为2年，由于过去几年汽车销售强劲增长，2016年仍有超过9千万辆超出保修期的车辆行使在道路上。

汽车后市场服务供应商越来越倾向于与在线汽车交易平台合作，并得益于其对汽车相关服务(包括汽车后市场服务)有强烈购买意向的目标用户群体。根据易观的资料，在线汽车后市场服务的渗透率于2016年第四季度已经达到16%。

随着互联网渗透率提高、产品比较日益透明化、交易效率提高，2016年在线汽车保险费达人民币399亿元，预计将实现快速增长。汽车保险产品包括车辆强制险和商业保险产品。

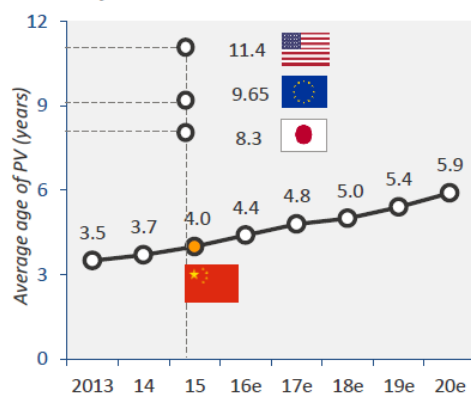
由于汽车密度日益增加，汽车老化数量及维修保养需求上升，对后市场服务的监管态度的变化，其他后市场服务在2012年至2016年实现快速增长，于2016年达到7,514亿元。该分部市场包括延保、保养和维修、道路救援、汽车产品销售、汽车改装等相关服务。

图60：2013年至2019年中国后市场服务市场（不包括汽车金融）



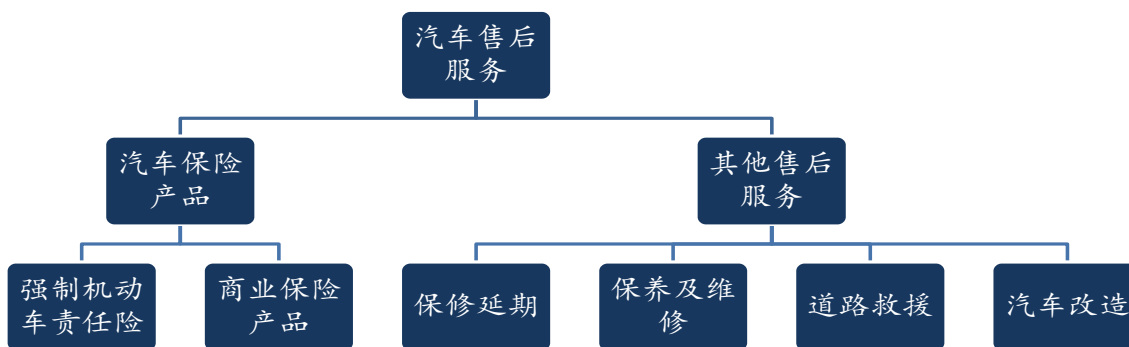
资料来源：易观、招商证券（香港）

图61：主要国家客运车辆的平均车龄



资料来源：益普索、招商证券（香港）

图62：中国汽车后市场服务市场概览



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券（香港）

竞争格局

根据易鑫的业务模式，我们确定易鑫主要在两个市场中竞争，包括：1) 汽车消费交易市场（互联网交易平台和线下 4S 经销商）；及 2) 汽车金融市场（银行、互联网汽车平台、汽车融资公司以及融资租赁公司）。我们对易鑫竞争状况的分析由此分为以下两个部分。

1) 汽车消费交易市场

易鑫主要与其他互联网汽车交易平台竞争流量，以通过促进交易和汽车贷款赚取服务费。虽然易鑫实际上并未与 4S 经销商竞争，但由于易鑫将互联网流量导向线下（拥有体验店及 4S 经销商），开展线下交易，他们拥有与汽车零售交易平台可比的参数。

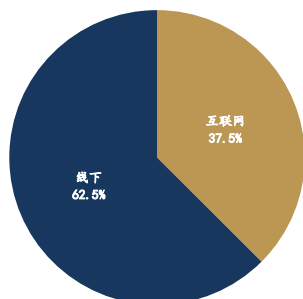
我们认为，易鑫由于其全面的业务模式，在捕获市场机会方面相较互联网同行更具优势。易鑫具有涵盖新车及二手车的全面销售渠道，互联网及线下流量强劲。该集团还具备稳健的数据分析能力，并获得百度、京东和腾讯等互联网巨头的支持，为其汽车金融业务奠定坚实的基础。尽管互联网汽车交易市场稳健增长，但由于若干汽车交易程序需要在线下执行（如，汽车状况检查、交易文件签署以及汽车交付），我们认为互联网平台不会完全取代线下门店。我们认为，互联网及线下资源的整合至关重要，是未来发展的主要趋势。

图63：中国汽车消费交易市场的比较

	易鑫	互联网汽车交易平台	汽车经销商
			广汇汽车（600297 CN）、中升集团（0881 HK）、庞大汽贸集团（601258 CN）等
汽车类型	新车及二手车	大多为二手车	新车及二手车
互联网流量及销售线索	高	中等	低
全渠道	高	中等	无
交易量/交易价值	高	中等	高
交易盈利性	高	低	低
数据分析能力	高	中等到高	低
汽车金融渗透率	高	低	高
线下流量	高	低	高

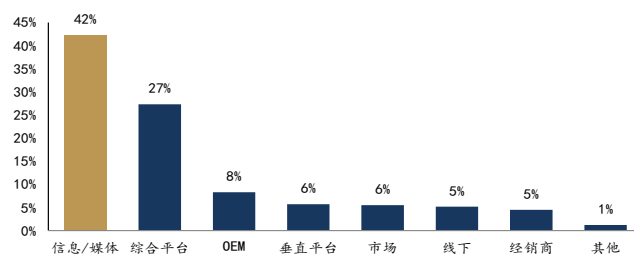
资料来源：公司、招商证券（香港）

图64：2016年中国消费者对汽车购买渠道偏好的调查



资料来源：艾瑞咨询、招商证券（香港）

图65：中国消费者对互联网汽车销售平台偏好调查



资料来源：艾瑞咨询、招商证券（香港），2016年

汽车消费交易市场的主要互联网参与者

1) 汽车之家(ATHM US)

汽车之家可为消费者提供一站式解决方案，涵盖消费者的整个交易循环，从选车、汽车交易、用车到换车，不一而足。该公司利用其产品、服务、数据能力、生态环境和资源构建了一个融合“媒体、电子商务、融资和生活”的汽车实体。

2) 瓜子二手车直卖网

瓜子二手车直卖网是二手车互联网交易平台，直接通过互联网匹配买家和卖家。它的服务包括现场评估、交易匹配、售后保护、汽车融资、汽车保险、行车救援、汽车维护、新车销售。2015 年，在其运营所在的 179 个城市中，该公司在 170 个城市占据交易量榜首。

3) 优信二手车

优信二手车是二手车的专业互联网交易平台，核心业务包括二手车互联网交易及为二手车提供衍生金融服务。优信二手车致力通过采用互联网和移动技术，推动中国二手车市场的发展。该公司得到百度和腾讯等互联网巨头投资者的支持。

4) 人人车

人人车是二手车电子商务平台，直接联系车主和买家，无需汽车经销商介入。该公司业务遍及 37 个城市，截至 2016 年 7 月，月交易量超过 15,000 辆车。互联网巨头腾讯是该公司的主要投资者之一。

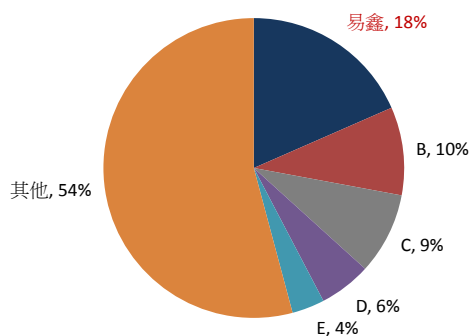
5) 58 同城(WUBA US)

58 同城是为中国本地商户及消费者服务的互联网集市。该互联网集市能让本地商户和消费者彼此联系、共享信息及开展业务。它包含关于约 380 个城市的跨广泛内容类别的本地信息，包括住房、工作、汽车等。所提供的信息均为最新的详细信息。该公司致力通过增加用户群体及进一步将流量转化为盈利，提供便利及值得信赖的互联网市场。

6) 大搜车

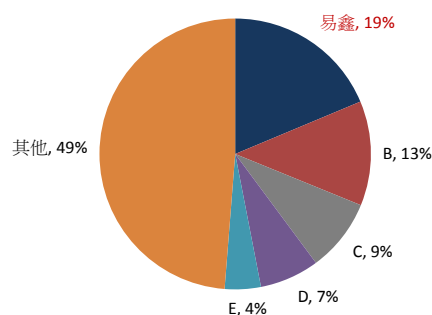
大搜车是中国汽车交易服务供应商，为汽车经销商提供一站式的软件、融资、交易和销售解决方案。该公司拥有广泛的网络，截至 2016 年底已覆盖 80% 的中国二手车经销商，它还通过 SAAS 系统管理全面的二手车经销商交易数据。

图66: 2016年中国互联网汽车零售的市场份额 (按交易价值计)



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

图67: 2016年中国互联网汽车零售的市场份额 (按交易量计)




资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券 (香港)

2) 消费汽车金融市场

中国主要有四类消费汽车金融机构 - 互联网金融平台、商业银行、汽车金融公司以及融资租赁公司。银行拥有强劲的分支网络及较低的融资成本，但其最低贷款限额较高。汽车金融公司拥有专业的背景和销售网络，但由于其融资来源有限，只能提供有限的产品选择。融资租赁公司可提供更为灵活的产品（低首期付款、灵活的支付条款以及低贷款审批要求/资本门槛），但他们的销售网络较弱，而且融资费率较高，因此主要服务于中小型企业而非个人。

互联网金融平台由于其更灵活的产品供应、更高效的流程以及更高的透明度，近年来快速增长。相较其他互联网平台，易鑫的核心优势在于：1) 来自自营产品及超过200位汽车合作伙伴的广泛产品供应；2) 综合的全渠道能力；3) 具有竞争力的利率和多样化融资来源；以及4) 来自合作伙伴（腾讯、京东、百度、易车网）的全面及独有的数据和强大的风险管理系统。凭借全面的服务，易鑫可为消费者提供一站式的解决方案，因此能够在汽车金融服务市场中脱颖而出。

图68：同行比较

	易鑫	商业银行		汽车金融公司		融资租赁公司	互联网平台
示例		平安银行(000001 CN)、 江苏银行(600919 CN)		上海通用汽车金融、奥迪金融		先锋太盟融资租赁、 德隆国际	瓜子二手车直卖网、人车
公司类型	-	-		OEM相关		银行、经销商、OEM	互联网金融、汽车电商
主要客户	个人	个人、大公司		个人、汽车经销商、公司		中小型企业	个人
监管机构		银监会		银监会		商务部	本地监管机构
服务类型	融资租赁	消费贷款	信用卡分期付款	贷款	融资租赁	融资租赁	融资租赁
付款条件	个性化	固定	固定	个性化	个性化	个性化	个性化
首期付款	最少0%	30-50%	最少0%	0-20%	最少0%	最少0%	最少0%
贷款期	1-5年	1-3年	1-3年	1-5年	1-3年	1-3年	1-5年
费用	年度利率：约12%	基准利率加 10-40基点	分期付款费 用	年度利率低至 3%	年度利率：约 12%	年度利率：约12%	年度利率：约12%
条件	稳定收入	本地注册住 宅、物业/第 三方担保	稳定收入、 大信贷额度	信誉良好、本 地物业或担保 人	稳定收入	稳定收入	稳定收入
竞争优势：							
一站式的解决方案	是	否		否		否	否
产品范围	多元化、灵活	有限		有限		多元化、灵活	有限但灵活
销售渠道	综合互联网（应用/ 网站）及线下门店	强大的分部网络		强大的销售团队及经销商		主要通过汽车经销商	互联网平台：应用、网 站
资本来源	股东权益、银行贷 款、资产担保证券	银行存款		股东权益、债券、资产担保 证券		股东权益、银行贷 款、资产担保证券	股东权益、银行贷款、 资产担保证券
价格/利率	低	低		平均		低	低
风险管理	访问互联网行为数 据	严格的审批流程，需要抵 押品		访问央行的信用系统		低申请门槛，无需抵 押品	访问互联网行为数据
流程速度	快	慢		中等		中等	快
透明度	高	低		低		低	高

资料来源：公司、招商证券（香港）

汽车消费金融市场的主要参与者

1) 商业银行

银行向消费者提供贷款，消费者需要提供贷款审批所需的相关文件（包括信用记录和身份文件），他们大多需要提供抵押品。审批程序较为耗时且标准严格，但可为消费者提供较低的资本成本。

2) 汽车金融公司

汽车金融公司专门提供汽车相关的融资解决方案，由于他们主要与汽车制造商关联，他们可以更好地了解汽车消费者，提供专业服务。但是，他们一般只为特定车型提供融资，通常需要更长的审批时间，对借款人具有更严格的信用记录要求，且融资选项较少。中国共有 25 家汽车金融公司，大多都是由外国汽车制造商在中国设立合资公司时引入。

3) 融资租赁公司

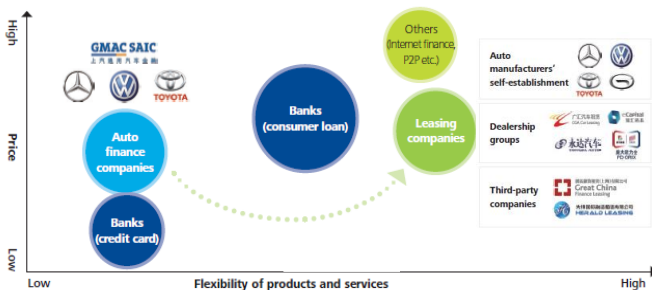
融资租赁公司可提供具有较低申请门槛和较高灵活性（就首期付款和融资条款而言）的融资租赁服务。另一方面，他们的利率一般高于汽车金融公司。

4) 互联网平台

互联网平台可提供汽车贷款及融资租赁服务。他们可为消费者提供便宜快捷的融资解决方案，但他们的产品供应相对有限。此外，这些公司的运营和风险管理经验不足，因为他们最近才开始提供融资服务。

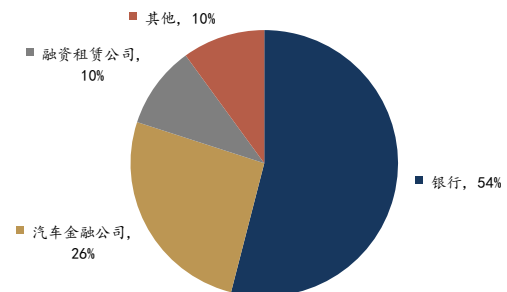
例如，微贷网是专注于汽车金融的领先的互联网金融平台，它的金融产品主要按投资时间范围划分（3 个月以内、3-12 个月、超过 12 个月等）。对于提供一般融资产品的其他互联网金融公司（如，宜人贷和人人贷），汽车金融产品只是他们的金融产品的一部分。

图69：中国的汽车金融市场参与者



资料来源：德勤、招商证券（香港）

图70：2014年汽车消费金融市场



资料来源：德勤、招商证券（香港）

财务分析

收入细分

我们预期，易鑫的收入在2017/18/19财年将以150%/62%/52%的增长率增长，原因如下：

- (1) 交易平台业务在2016-19财年实现高达180%的稳健收入复合年增长率，这主要得益于交易促进和贷款促进服务、增值服务和广告及会员服务的强劲增长。

促成和增值服务在2016-19财年的收入复合年增长率升至543%。在2016年第二季成功拓展促成业务后，我们预期，易鑫的交易促成和贷款促成业务在2017-19财年将以175%/1083%的收入复合年增长率增长，2019年的交易/贷款量将达到34万/70万（2017年为4.5万/2万）。此外，我们预期，增值服务在2017-19财年将以79%的收入复合年增长率增长，主要得益于向汽车经销商出售的车载远程信息系统销量增加以及新近整合的售后服务（保险及维修）将在2018财年开始贡献盈利。

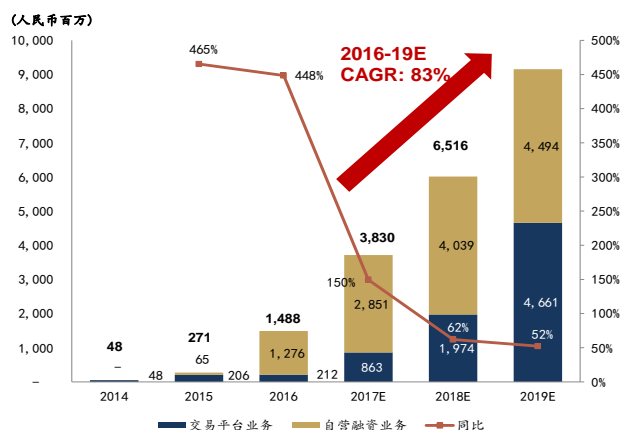
广告和会员服务将2019财年复苏，2016-19财年的收入复合年增长率达84%。易鑫自2014财年成立时起开始提供广告和会员服务，该业务原为核心收入来源，占2014/15财年的100%/76%。易鑫于2015财年开始自营业务后，由于业务重心的转移，导致该业务于2016财年同比下降3%，仅贡献收入的13%。虽然我们预期该业务在2017/18财年将维持在收入的11%/9%的水平，但我们相信，易鑫网站/移动互联网平台（淘车网/淘车应用）日益增加的广告量以及线下推广服务的进一步拓展将于2019财年实现货币化，贡献14%的收入。

- (2) 自2015年第二季推出后，自营融资业务2016财年实现同比1,849%的爆炸式增长，该业务在2016-19财年将以52%的收入复合年增长率扩张。该业务占2016财年收入的86%，由于交易平台业务快速增长，它在2019财年收入的占比将下降至49%。我们预期，汽车销售将随时间推移减少，在2017财年后不会贡献任何收入。

融资租赁服务将推动自营融资租赁业务增长，在2016-19财年将实现79%的收入复合年增长率。我们预期，自营融资租赁量将在2019财年翻倍，达至43万（相较2016财年的22万），利率在2019财年将大致保持平稳：12.2%（相较2016财年的11.9%）。丰富的融资租赁产品供应（就利率和首期付款选项而言）以及极具竞争力的定价策略、多元化的融资来源，为易鑫的融资租赁业务扩张提供有力的支持。

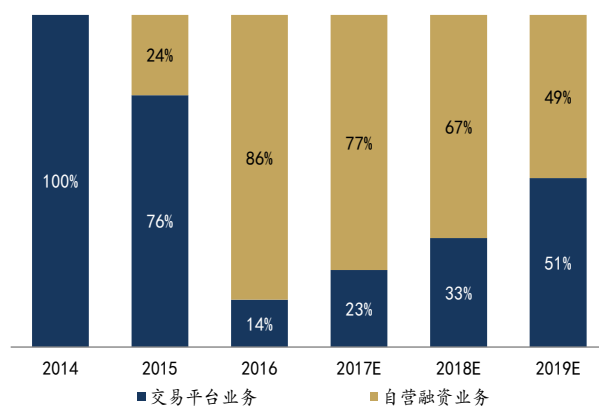
不断扩张的“开走吧”业务推动经营租赁服务增长，在2016-19财年将实现116%的收入复合年增长率。开走吧提供的低购车门槛吸引了大量年轻消费者，该等消费者预期将在不久的将来成为主要消费力，该趋势也推动经营租赁量在2019财年达至1.6万（相较2017财年的1万）。

图71: 易鑫收入趋势



资料来源：公司、招商证券（香港）

图72: 易鑫收入细分（按业务）



资料来源：公司、招商证券（香港）

图73: 收入细分

人民币百万元, 12月为年末	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
交易平台业务	48	206	212	863	1,974	4,661
同比增长		329%	3%	307%	129%	136%
促进和增值服务	-	-	13	444	1,430	3,409
交易促成服务	-	-	-	149	215	1,122
交易量(千)	-	-	-	45	65	340
费率(%)	-	-	-	3.3%	3.3%	3.3%
贷款促成服务	-	-	-	11	819	1,470
贷款量(千)	-	-	-	20	390	700
费率(%)	-	-	-	3.0%	3.0%	3.0%
总增值服务	-	-	-	285	396	817
车载远程信息系统销售	-	-	-	285	288	342
售后服务(保险和维修)	-	-	-	-	108	475
广告及会员服务	48	206	199	419	544	1,252
自营融资业务	-	65	1,276	2,851	4,039	4,494
同比增长	-	-	1849%	123%	42%	11%
融资租赁服务	-	65	767	2,666	3,938	4,371
新合约	-	65	721	1,289	1,357	1,459
新近融资的汽车量(千)	-	16	220	380	400	430
利率(%)	-	7.3%	11.9%	12.2%	12.2%	12.2%
现有合约	-	-	46	1,377	2,582	2,912
经营租赁服务	-	-	12	70	100	123
新近租赁的汽车量(千)	-	-	-	10	13	16
其他	-	-	496	115	-	-
汽车销售	-	-	473	-	-	-
总计	48	271	1,488	3,713	6,012	9,155
同比增长		465%	448%	150%	62%	52%

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

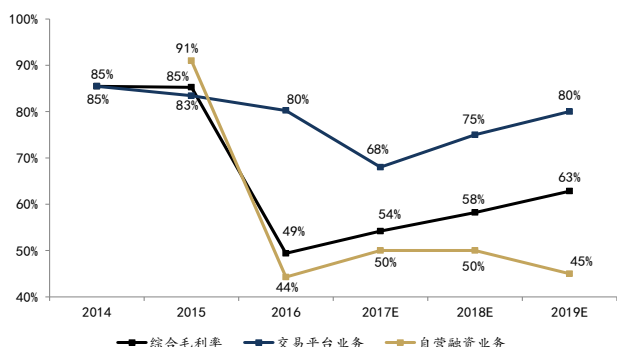
成本结构

我们预期，易鑫在 2017/18/19 财年的毛利率分别为 54%/58%/63%，得益于高利润交易平台业务在 2017-19 财年的贡献增加。易鑫整体毛利率是交易平台业务和自营融资业务的毛利率组合，两项业务的不同业务性质导致不同成本架构。

- (1) **交易平台业务：**收入成本主要包括运营交易平台业务的员工的福利费用以及其他直接服务成本（如带宽费）。自 2014 财年以来，交易平台业务的毛利率已从 85% 缩减至 2017 财年的 68%，主要是因为促成和增值服务的扩张，例如，新近推出毛利率较低的车载远程信息系统销售业务。但是，我们预期，在促成业务增长后，得益于规模效应，毛利率在 2018/19 财年将恢复至 75%/80% 的水平。
- (2) **自营融资业务：**收入成本主要包括与易鑫用于为其融资租赁服务提供资金的借款（如，银行贷款和资产担保证券）有关的融资成本、与汽车销售有关的成本以及经营租赁服务中使用的汽车的折旧。与易鑫 2015 财年的借款有关的融资成本相对较低，仅为人民币 59.2 万元，因为该集团主要依赖内部资金来源。易鑫于 2016 财年开始使用外部资金来源（包括银行借款、资产担保证券和来自易车的贷款等），导致 2016 财年的融资成本增至人民币 1.87 亿元。我们预期，2017/18/19 财年的融资成本分别为人民币 12 亿元/16 亿元/20 亿元，分别占与自营融资业务有关的收入成本的 81%/78%/82%。

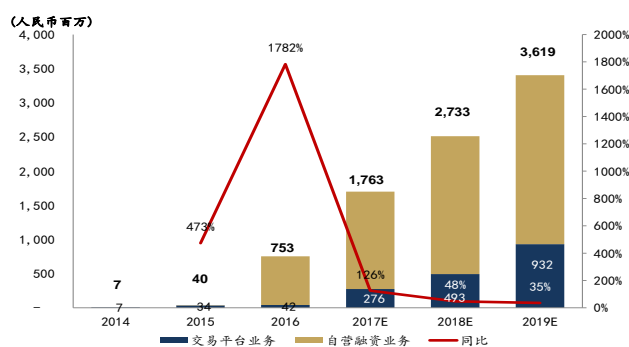
自营融资业务的毛利率从 2015 财年的 91% 下降至 2016 财年的 44%，主要是因为 2016 财年，毛利率较低的汽车销售的收入贡献增加。易鑫计划减少汽车销售，我们预期 2017/18 财年的毛利率将升至 50%，但在 2019 财年将因融资成本上升而下降至 45%。

图74: 易鑫毛利率趋势



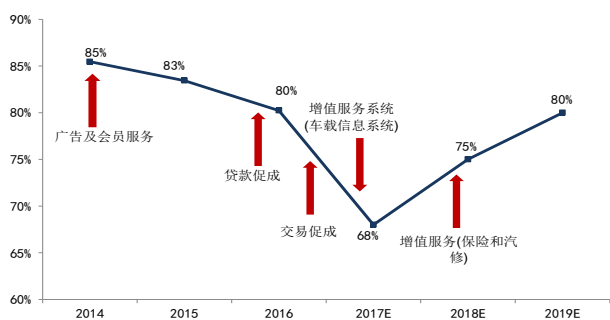
资料来源：公司、招商证券（香港）

图75: 易鑫收入成本趋势



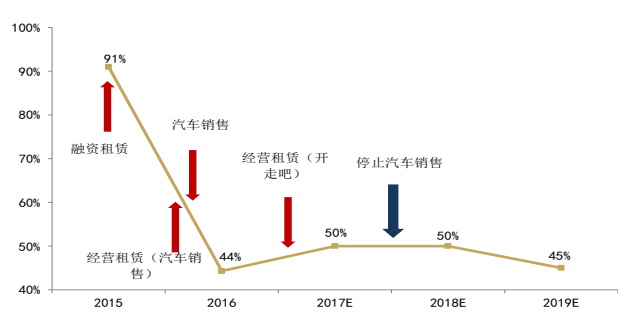
资料来源：公司、招商证券（香港）

图76: 交易平台业务毛利率



资料来源：公司、招商证券（香港）

图77: 自营融资业务毛利率



资料来源：公司、招商证券（香港）

损益表分析

在2016-2019财年间，收入/净利润按83%/182%的复合年增长率增长

凭借高达83%的收入复合年增长率以及不断改善的毛利率（2019财年为62.8%，而2016财年为49.4%），我们预期，在2016-19财年间，易鑫的净利润可实现182%的复合年增长率。我们预期，到2019财年，利润率较高的交易平台业务（毛利率为80%）的收入贡献将达到51%，而利润率较低的自营融资业务（毛利率为45%）的收入贡献则下降至49%（2016财年为86%）。我们预期，得益于规模经济及较低的销售管理费用，运营开支比例将从2016财年的44%逐步下降至2019财年的38%。

图 78: 损益表

人民币百万元，12月为年末	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	48	271	1,488	3,713	6,012	9,155
收入成本	(7)	(40)	(753)	(1,701)	(2,513)	(3,404)
毛利润	41	231	735	2,012	3,500	5,751
销售和营销开支	(28)	(151)	(360)	(947)	(1,485)	(2,060)
行政开支	(5)	(21)	(225)	(464)	(619)	(961)
研究和开发开支	(9)	(16)	(71)	(241)	(295)	(458)
其他(损失)/增益 - 净额	(1)	19	17	17	17	17
营业利润	(2)	63	96	377	1,118	2,289
财务收入	1	5	16	56	63	33
融资成本	-	(12)	(29)	(29)	(10)	(10)
可转换可赎回优先股的公允价值损失	-	(53)	(1,428)	(14,806)	-	-
所得税前(损失)/利润	(1)	3	(1,346)	(14,402)	1,171	2,313
所得税开支	1	(31)	(58)	(141)	(210)	(421)
本年利润(损失)	0	(28)	(1,404)	(14,543)	961	1,892
公司所有者应占利润	0	(28)	(1,401)	(14,540)	964	1,895
非控股权益	-	-	(3)	(3)	(3)	(3)
经调整营业利润/(损失)*	2	94	151	563	1,398	2,629
经调整营业利润/(损失)*	4	66	100	457	1,241	2,231
利润率分析						
毛利率	85.5%	85.3%	49.4%	54.2%	58.2%	62.8%
营业利润率	-3.4%	23.4%	6.4%	10.2%	18.6%	25.0%
净利润率	0.1%	-10.4%	-94.4%	-391.7%	16.0%	20.7%
经调整营业利润率*	4.4%	34.8%	10.1%	15.2%	23.3%	28.7%
经调整净利润率*	7.9%	24.2%	6.7%	12.3%	20.6%	24.4%
增长分析						
收入		465%	448%	150%	62%	52%
毛利润		464%	218%	174%	74%	64%
营业利润		-4020%	51%	294%	197%	105%
净利润		-43494%	4879%	936%	-107%	97%
经调整营业利润增长*		4496%	160%	374%	248%	188%
经调整净利润增长*		1636%	52%	359%	171%	80%

资料来源：公司、招商证券（香港）预测 *就可转换可赎回优先股的公允价值损失、金融资产增益/（损失）的公允价值、源自资产和业务收购的无形资产的摊销、股权激励开支、可转换可赎回优先股的发行成本及上市费用予以调整

资产负债表

我们预期，在首次公开发行后，易鑫的流动性状况将改善。截至2017年6月30日，易鑫的财务应收账款总额约人民币200亿，借款总额约人民币170亿，有约人民币46亿长期借款。易鑫的流动比率从2016年的1.05下降至2017年6月30日的0.89，原因是易鑫于2016年为融资租赁服务寻求外部借款，其中大部分为短期债务，而大部分的财务应收账款归类为非流动资产。另外，易鑫的杠杆比率从121%增至226%，主要是因为1)为扩张融资租赁和经营租赁服务而进行借款；2)可转换可赎回优先股的公允价值损失，导致权益总额下降。易鑫的全部xx可转换可赎回优先股将于2017财年内转换为普通股。

我们认为，鉴于易鑫强劲的风险管理能力，其资产质量将继续保持健康水平。截至2017年6月30日，易鑫的财务应收账款净额为人民币197亿元，30+/90+/180+天逾期比率分别为0.89%/0.51%/0.23%，逾期覆盖率分别为17.6%/30.7%/68.0%。截至2017年6月30日，信用损失拨备总额为人民币3070万元，占财务应收账款净额的0.16%。

我们相信，多元化的融资来源以及具竞争力的融资成本可帮助易鑫在未来维持健康的资产负债表。易鑫采用多元化的融资来源，包括1)发行优先股；2)银行贷款和来自其他金融机构的借款；3)来自易车集团的贷款；4)资产担保证券。截至2017年6月30日，易鑫已发行6只公开发售资产担保证券，账面总值为人民币26亿美元，通过私募发行的资产担保证券总值为人民币44亿美元。就易鑫的带息负债而言，截至2017年上半年的平均成本为5.5%，而2016年则为4.3%。

图79: 资产负债表

百万人民币, 12月为年末	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产						
物业、厂房和设备	1	11	104	236	352	452
无形资产	0	66	243	243	243	243
按公允价值计入损益的金融资产	-	17	150	150	150	150
预付款项、存款和其他资产	-	2	562	658	992	1,531
财务应收账款	-	689	8,277	22,157	37,092	39,566
其他	5	0	156	181	193	224
非流动资产总额	5	784	9,492	23,624	39,022	42,167
流动资产						
财务应收账款	-	2,172	6,087	8,804	3,437	4,298
贸易应收账款	10	128	180	543	757	1,485
预付款、存款及其他资产	39	71	604	658	939	1,531
现金及现金等价物	192	710	661	5,594	395	2,796
限定用途的现金	-	-	3,028	3,028	3,028	3,028
流动资产总额	240	3,082	10,560	18,627	8,555	13,138
资产总额	246	3,866	20,051	42,251	47,577	55,305
流动负债						
贸易及其他应付款项	96	1,097	1,883	2,226	2,518	3,153
当期所得税负债	-	21	45	155	215	370
借款	-	-	8,106	18,442	19,442	20,442
流动负债总额	96	1,118	10,035	20,823	22,176	23,965
非流动负债						
可转换可赎回优先股	-	2,588	8,072	-	-	-
递延所得税负债	-	-	16	53	65	111
借款	-	-	3,214	7,559	10,559	14,559
其他	-	30	100	100	100	100
非流动负债总额	-	2,618	11,401	7,712	10,724	14,770
权益						
股本	-	0	0	1,499	1,499	1,499
股份溢价	-	506	506	28,650	28,650	28,650
其他储备	194	(300)	(412)	(412)	(412)	(412)
累计损失	(44)	(75)	(1,491)	(16,034)	(15,073)	(13,181)
非控股权益	-	-	13	13	13	13
权益总额	150	130	(1,384)	13,716	14,678	16,570
债务分析						
债务总额	-	829	11,933	26,001	30,001	35,001
权益总额	150	130	(1,384)	13,716	14,678	16,570
权益负债率	0.0%	636.2%	-861.9%	189.6%	204.4%	211.2%
资产负债率	0.0%	21.5%	59.5%	61.5%	63.1%	63.3%
流动比率	2.5	2.8	1.1	0.9	0.4	0.5
杠杆比率	Net Cash	47.7%	120.6%	55.7%	64.3%	63.7%
净债务	Net Cash	119	8,095	17,229	26,429	29,027

资料来源: 公司、招商证券(香港)估计

图80: 易鑫的融资来源

融资来源	利率	融资金额 (截至2017年6月30日)	占融资总额百分比
发行优先股		人民币71亿元	28.7%
银行贷款及来自其他独立金融机构的借款	主体为3.9%-7.3%	人民币100亿元	40.5%
- 抵押借款 (银行票据)		人民币24.4亿元	9.9%
- 其他担保借款 (非银行贷款)		人民币55亿元	22.3%
- 易车集团担保的借款		人民币17亿元	6.9%
- 无担保借款		人民币3.86亿元	1.6%
资产担保证券化债务	公开发行ABS: 3.8%-6.8% 私募发行ABS: 4.3%-6.2%	人民币70亿元	28.3%
来自易车的贷款	1%-4.36%	人民币5.838亿元	2.4%
总计		人民币247亿元	100%

资料来源: 公司、招商证券 (香港)

图81: 易鑫公开发行的ABS列表

公开发行ABS	信用评级分档	评级	发行日期	估计到期日	法定到期日	利率	发行金额
国金-易鑫 I	优先	AAA	2016年1月29日	2017年12月8日	2020年12月8日	4.74%	人民币4亿元
	次级	不适用	2016年1月29日	2018年12月10日	2020年12月10日	不适用	人民币5600万元
国金-易鑫 II	优先	AAA	2016年3月30日	2018年2月14日	2021年2月14日	4.74%	人民币4.24亿元
	次级	不适用	2016年3月30日	2019年2月14日	2021年2月14日	不适用	人民币6300万元
国金-易鑫 III	优先	AAA	2016年5月7日	2018年7月13日	2021年6月13日	4.48%	人民币6.4亿元
	次级	不适用	2016年5月7日	2019年6月13日	2021年6月13日	不适用	人民币1.22亿元
光大-易鑫 I	优先	AA	2016年8月19日	2018年6月27日	2019年6月27日	4.49%	人民币4.88亿元
	次级	不适用	2016年8月19日	2019年6月27日	2019年6月27日	不适用	人民币7300万元
中泰-易鑫 I	优先A	AAA	2016年10月18日	2018年9月27日	2020年12月27日	3.8%	人民币10.1亿元
	优先B	AA	2016年10月18日	2018年12月27日	2020年12月27日	6%	人民币6000万元
	次级	不适用	2016年10月18日	2020年12月27日	2020年12月27日	不适用	人民币1.24亿元
中泰-易鑫 II	优先A	AAA	2017年3月29日	2018年12月27日	2022年3月27日	5.2%	人民币17.5亿元
	优先B	AA	2017年3月29日	2019年3月27日	2022年3月27日	6.78%	人民币1.17亿元
	次级	不适用	2017年3月29日	2020年3月27日	2022年3月27日	不适用	人民币2.21亿元

资料来源: 公司、招商证券 (香港)

现金流和营运资本

我们预期，易鑫的资本支出在2017-2018财年将保持稳定，现金流将持续改善。易鑫的总资本支出从2015年的约人民币2700万元上升至2016年的约人民币2.03亿元，主要是因为金融资产投资增加。我们预计，易鑫在2017/18财年的资本支出分别为人民币1.6亿元/1.6亿元。

我们相信，易鑫多元化的借款来源以及独特的债务管理能力有助于在未来维持健康的现金流。由于快速的业务扩张，易鑫的总净财务应收账款从2015年的人民币29亿元升至2016年的人民币144亿元，我们预期，它将在2018/2019财年分别下降至人民币96亿元/人民币33亿元。另一方面，2015年发行可转换可赎回优先股的所得款项总额为人民币24亿元，2016年的借款所得款项为人民币137亿元，我们预计，在不久的将来，借款将成为易鑫主要的现金流入来源。

图82：现金流和营运资本分析

百万人民币，12月为年末	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金流						
财务应收账款增加	-	(2,861)	(11,531)	(16,598)	(9,568)	(3,335)
运营现金流	(1)	(2,761)	(11,302)	(16,439)	(9,113)	(2,482)
资本支出	(0)	(12)	(25)	(160)	(160)	(160)
其他	1	(10)	(3,219)	56	63	33
投资现金流	0	(23)	(3,244)	(104)	(97)	(127)
发行可转换可赎回优先股所得款项	-	2,390	3,654	-	-	-
借款所得款项	-	-	13,716	14,681	4,000	5,000
偿还借款	-	-	(2,397)	-	-	-
已付利息	-	(1)	(141)	29	10	10
融资现金流	184	3,261	14,449	21,477	4,010	5,010
期末现金	192	710	661	5,594	395	2,796

资料来源：公司、招商证券（香港）估计

估值

首次覆盖，给予买入评级，目标价为8.8港元（45%潜在上升空间）

我们使用PEG(市盈率相对盈利增长比率)可比估值 - 为了捕捉易鑫快速增长的商业前景，和与中国、全球同行相比的PE(市盈率)可比估值相结合，得出易鑫的合理估值。我们将易鑫与以下分类的同行相比：

- 1) 中国互联网汽车平台：我们将易鑫和其主要中国同行相比，如易车、汽车之家和神州租车。由于易鑫的广告和会员服务收入来自汽车制造商和经销商，易鑫与以上同行有着相似的增长驱动力和顾客群，我们相信将其与这些同行相比是合理的。
- 2) 中国主要互联网平台：基于相似的互联网平台商业模式和在各自互联网领域内的领先地位，我们亦将易鑫与主要的中国互联网平台同行相比，包括携程、京东、腾讯、百度、阿里巴巴、乐居、58.com、前程无忧和微博等。
- 3) 海外互联网汽车平台：我们将易鑫与全球汽车电商领先同行相比，例如Truecar, Carsales.com和Autonation等，以反映易鑫在汽车电商和汽车交易市场的增长潜能。

由于相关汽车领域的积极行业前景、易鑫在互联网汽车贷款、汽车交易服务领域的领先地位和易鑫在增值服务、汽车销售后服务市场的战略扩张领先于竞争者，我们认为我们的同行比较是合理的。

我们基于预测2017-2019财年70%的每股盈利年复合增长率和1.4倍的2017年预测PEG（与中国互联网汽车同行、中国主要互联网平台和全球互联网汽车同行一致），得到目标价为8.8港元。我们的目标价对应2017/2018财年37倍/21倍市盈率。

同时，我们相信公司值得该估值的原因在于其强劲的盈利动能和行业领导地位。公司目前股价对应25.5倍/14倍2018/2019财年市盈率，相比同行的31.9倍/22.8倍折价20%/39%。

图83: 比较估值分析

公司	股票代码(当地货币)	货币单位	价格	市值	市盈率(倍)			市销率(倍)		EV/EBITDA(x)		每股盈利	PEG	股本回报率	
					17财年	18财年	19财年	17财年	18财年	17财年	18财年			17财年	18财年
中国互联网汽车平台															
易车	BITA US	人民币	30.27	2,171	39.8	15.6	12.7	1.2	1.1	9.8	6.2	77%	0.5	4.5	8.9
汽车之家	ATHM US	人民币	62.72	7,411	26.2	21.3	16.7	5.9	4.7	19.9	15.8	25%	1.0	25.5	25.4
神州租车	699.HK	人民币	6.60	1,834	20.4	15.9	13.9	1.5	1.4	6.7	5.9	21%	1.0	9.2	10.9
平均值					28.8	17.6	14.4	2.8	2.4	12.1	9.3	41%	0.8	13.1	15.1
中国互联网平台															
携程	CTRP US	人民币	44.32	22,747	47.2	34.2	23.7	5.6	4.5	36.6	26.2	41%	1.1	3.8	6.1
京东	JD US	人民币	42.97	61,376	83.3	50.4	30.8	1.1	0.9	83.4	41.4	64%	1.3	1.8	9.8
阿里巴巴	BABA US	人民币	171.28	438,674	47.8	32.9	25.5	18.6	11.9	38.6	26.4	37%	1.3	19.4	20.0
百度	BIDU US	人民币	235.62	81,495	27.9	25.6	20.1	6.4	5.2	23.3	19.4	18%	1.6	17.3	16.1
腾讯	700 HK	人民币	399.00	484,760	48.6	37.2	29.0	13.4	9.6	34.6	26.8	29%	1.7	31.2	30.1
58.com	WUBA US	美元	70.92	10,390	46.3	30.8	22.2	7.0	5.6	32.9	22.0	44%	1.0	7.2	10.8
前程无忧	JOBS US	人民币	62.52	3,863	29.2	24.4	19.8	9.0	7.4	19.8	15.6	22%	1.4	11.2	16.0
微博	WB US	美元	107.16	23,429	63.3	39.2	27.2	20.7	14.0	51.3	30.7	53%	1.2	37.0	39.8
平均值					49.2	34.3	24.8	10.2	7.4	40.1	26.1	39%	1.3	16.1	18.6
全球互联网汽车平台															
TRUECAR	TRUE US	美元	11.34	1,134	472.5	78.8	41.4	3.5	3.4	34.7	23.5	238%	2.0	1.2	4.9
CARSALLES.COM	CAR AU	澳元	14.78	2,746	30.3	26.8	24.0	12.8	12.0	21.2	18.2	12%	2.4	44.5	56.0
AUTONATION	AN US	美元	52.61	4,800	14.1	13.0	12.5	2.2	1.9	11.9	11.6	6%	2.3	16.0	15.6
平均					172.3	39.5	26.0	6.2	5.8	22.6	17.8	85%	2.2	20.6	25.5
总体平均					71.2	31.9	22.8	7.8	6.0	30.3	20.7	49%	1.4	16.4	19.3

资料来源：彭博；价格基于2017年12月19日的收盘价

风险

发展迅速但运营经验有限 - 易鑫最初的主要增长引擎是广告和会员服务，2014财年和2015财年两项服务对其收入的贡献分别为100%和76%。但是，自2015财年推出自营融资业务以来，该业务已成为主要收入来源，其在2016财年总收入中的占比已达86%。2017年上半年，交易平台业务呈现高速增长，对收入的贡献为21%，这得益于自2016财年上半年增设的贷款融通和增值服务。

然而，易鑫运营历史短，面对迅猛发展的业务，不确定其日后能否维持可持续增长，特别是在继续快速发展的在线汽车零售交易市场上维持可持续增长。此外，集团调整其产品/服务应对市场变化的能力以及其应对风险的能力尚未得到证实。如果无法应对市场变化及风险，可能会对业务造成重大影响。

信用风险 - 易鑫面临来自其自营融资业务和贷款融通服务（特别是消费融资）固有的信贷风险，这主要是由于易鑫所掌握的许多个人消费者的信用历史相对有限。集团采用数据驱动型信用风险管理体系，但因某些流程步骤需要人工落实，而且对客户和汽车信息的评估未必准确，此系统或无法完全化解信用风险，这将影响集团的整体业务、营运和财务状况。

信贷损失准备金计提不足 - 易鑫按照国际财务报告准则就融资应收款计提减值准备，2017年上半年信贷损失准备金为融资应收款净额的0.16%。然而，鉴于集团在自营融资业务方面的经验有限，若出现计提误判，其信贷损失准备金未必总能足以弥补业务经营中的信贷损失。这将导致额外计提，并可能令集团利润大幅下降。

负债水平过高 - 易鑫从以下来源取得资金支持其业务增长，包括(i)优先股发行，(ii)银行和其他独立金融机构的贷款，(iii)资产支持证券，以及(iv)易车集团的贷款。2017年上半年集团债务较高，杠杆比率为226%，且预计将进一步举债以便为其业务增长提供资金。但是，高水平且日益攀升的债务负担会使到期偿债变得愈发困难，进而损害集团未来获得额外融资的能力，并影响其业务经营。

融资应收款证券化交易的潜在损失 - 易鑫通过各项中国信托计划将自营融资业务产生的融资应收款证券化，以换取现金收益。此过程中，集团将融资应收款的经济利益转移至一家信托公司（受托人和发行机构），然后由该信托公司向投资者发行优先级债券以及向集团发行次级债券。但是，抵押资产或无法变现为足够的资金供其履行信托的付款义务，而且这不仅会导致集团作为次级债券持有人而承担减值损失，还会影响其足额清偿所有优先级债券本息进而弥补本身资金短缺的能力。

竞争风险 - 易鑫于互联网汽车零售交易市场上面临着来自传统渠道和其他在线平台的激烈竞争，而其自营融资业务则面临着来自汽车金融公司和其他融资租赁公司的竞争。此外，原有商业伙伴可能会终止与易鑫的合作，自行开展类似业务，从而进一步加剧竞争。如果集团在竞争中失利或无法就其平台和服务获得更广泛的市场认可，则会导致经营利润下降，市场份额下滑和员工离职。

季节性波动 - 易鑫的收入趋势与消费者购车模式一致，通常集中在每年下半年，主要是由于新车型在此期间上市以及每年第一季度春节期间相对较低的市场交易活跃水平。随着收入提升，这种季节性波动将变得更加显著。

附录

附录1：公司简介

中国排名第一的互联网汽车零售交易平台

根据弗若斯特沙利文的资料，2016年易鑫的交易量及交易额分别占据中国在线汽车零售交易市场18.7%及18.4%的市场份额，在中国排名第一。2013年集团作为易车的汽车金融部而创设，之后于2014年成立为一家子公司。集团通过其自有渠道、合作互联网渠道、自有交易服务团队及汽车经销商合作网络在中国各地提供交易平台服务与自营融资服务。集团于2016财年共促成190,000多笔汽车零售交易，所涉汽车总值超过人民币180亿元。

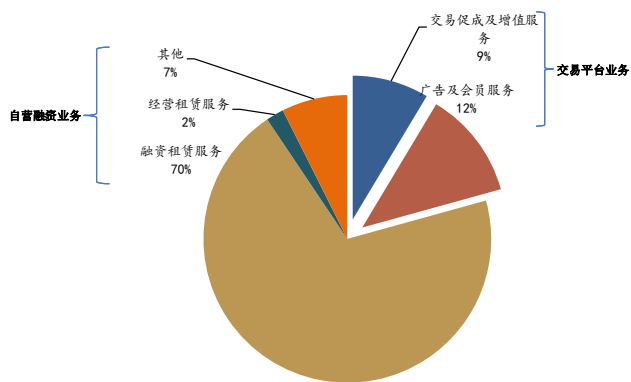
借助在线平台培育汽车交易生态系统

易鑫致力建立一个覆盖整个消费者汽车交易周期和汽车生命周期的交易融资生态系统，这将带来诸多变现契机。消费者、汽车制造商、汽车经销商、汽车金融合作伙伴和售后服务供应商等参与者可以利用该平台在彼此之间更好地互动和交易。消费者在其一生中会多次参与汽车交易，而汽车的物权亦将在其生命周期内多次易手，有鉴于此，易鑫维护其消费者账户系统以强化消费者关系，同时维护其汽车账户系统以追踪标的汽车，以期最终带来和促成未来汽车交易和服务。

全渠道无缝整合提高交易成功率

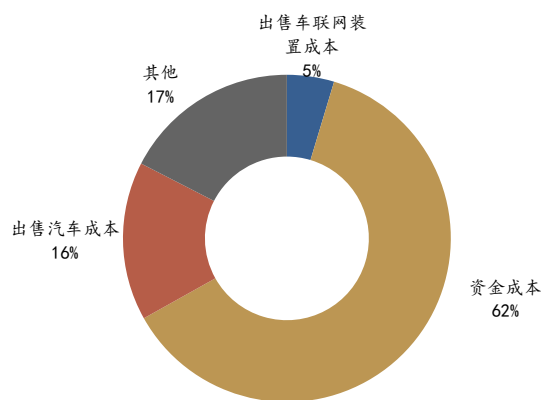
易鑫无缝整合线上渠道、交易服务团队和汽车经销商合作网络的能力为传统的汽车零售交易市场提供额外价值。集团的交易服务团队包括逾370名呼叫中心雇员，负责消费者咨询和客户支持。本地服务团队则拥有逾3,300名雇员，为消费者提供交易促成现场服务。由于仅在线展示汽车信息不太可能完成交易，易鑫本地服务团队与超过15,000家经销商（包括100家独立运营的易鑫品牌体验店）组成的经销商合作网络密切合作，完成对交易至关重要的一步——线下汽车查验。

图84：2017年上半年收入细分



资料来源：公司、招商证券（香港）

图85：2017年上半年销售成本细分



资料来源：公司、招商证券（香港）

管理层背景

姓名	职位	背景
张序安先生 (41岁)	执行董事兼首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> 2013年加入集团 在加入集团前, 张先生曾于易车 (BITA US) 担任以下多个职位: 2006年至2009年, 担任财务副总裁, 2009年至2016年, 出任首席财务官, 且于2015年至2016兼任首席运营官 1999年获得纽约大学金融与会计学学士学位; 2003年取得纽约州教育部授予的注册会计师资格
姜东先生 (46岁)	执行董事兼首席运营官	<ul style="list-style-type: none"> 2015年加入集团 在加入集团前, 姜先生于2011年至2015年担任广汇汽车服务股份公司(600297 CH)集团副总经理, 此外亦出任神州租车有限公司(699 HK)的高级副总裁 1993年获得大连海洋大学水产养殖学士学位; 2011年获得北京大学工商管理硕士学位
刘晓钰女士 (40岁)	首席财务官	<ul style="list-style-type: none"> 2017年加入集团 在加入集团前, 刘女士于2015年至2017年担任奇虎360科技有限公司首席战略官, 于2011年至2015年担任瑞士信贷(香港)有限公司中国科技投资银行部主管, 于2009年至2011年担任花旗环球金融亚洲有限公司中国投资银行部的副总裁 1997年获得南京大学金融学士学位; 于2000年获得中国人民大学金融硕士学位; 于2004年获得加州大学洛杉矶分校管理硕士学位
郑伟先生 (40岁)	二手车业务高级副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2016年加入集团 郑先生自2014年至今担任集团全资子公司KKC Holdings Limited的董事兼首席执行官 在加入集团前, 郑先生于2011年至2014年为北京青云创业投资管理有限公司入驻企业家, 于2007年至2011年担任帅车(北京)旧机动车经纪有限公司的总裁兼首席运营官 2000年获得清华大学自动化学士学位; 2004年和2009年分别自加州大学伯克利分校获得工程硕士和博士学位
贾志峰先生 (44岁)	高级技术副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2017年加入集团 在加入集团前, 贾先生于2011年至2017年出任汽车之家 (ATHM US)工程副总裁, 于2008年至2011年任艺龙旅行工程高级主管 1996年获得中国科学技术大学计算机科学学士学位; 1998年获得夏威夷大学马诺阿分校信息与计算机科学硕士学位
杨永峰先生 (32岁)	互联网产品副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2016年加入集团 在加入集团前, 杨先生于2010年至2016年担任汽车之家 (ATHM US)二手汽车分部产品运营总监

高翹先生 (45岁)	运营副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2007年获得西北农林科技大学植物科学与技术学士学位 2016年加入集团 在加入集团前，高先生于2002年至2016年供职于可口可乐企业(上海)管理有限公司，且在其离职前担任营销总监 1993年获得大连轻工业学院（现为大连工业大学）化学工程学士学位，2015年获得大连理工大学工商管理硕士学位
李威先生 (39岁)	业务发展助理副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2013年加入集团 入集团前，李先生自2006年以来先后于易车（BITA US）多个职位 2011年完成辽宁理工大学工商管理学士课程
陈昶 (36岁)	信息技术助理副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 2013年加入集团 在加入集团前，陈先生自2005年以来先后于易车(BITA US)担任多个职位，负责系统和网络的运行和维护 2002年获得安徽大学计算机应用大学学位

资料来源：公司、招商证券（香港）

图88：雇员细分

	雇员人数	所占百分比
销售及营销	3,562	77%
风险管理	276	6%
研发	529	11%
管理	266	6%
	4,633	100%

资料来源：公司、招商证券（香港）

附录3：易鑫的融资租赁产品

易鑫可为购车消费者、车主和汽车经销商提供三类融资租赁服务，分别为：汽车购买融资服务（包括以旧换新融资）、汽车抵押融资服务以及库存融资服务。截至2017年上半年，汽车购买融资服务、汽车抵押融资服务以及库存融资服务分别占融资租赁收入总额的64.1%、35.3%和0.6%。易鑫截至2017年上半年的所有融资租赁（就未清偿的应收账款而言）均基于固定费率条款，以人民币计价。

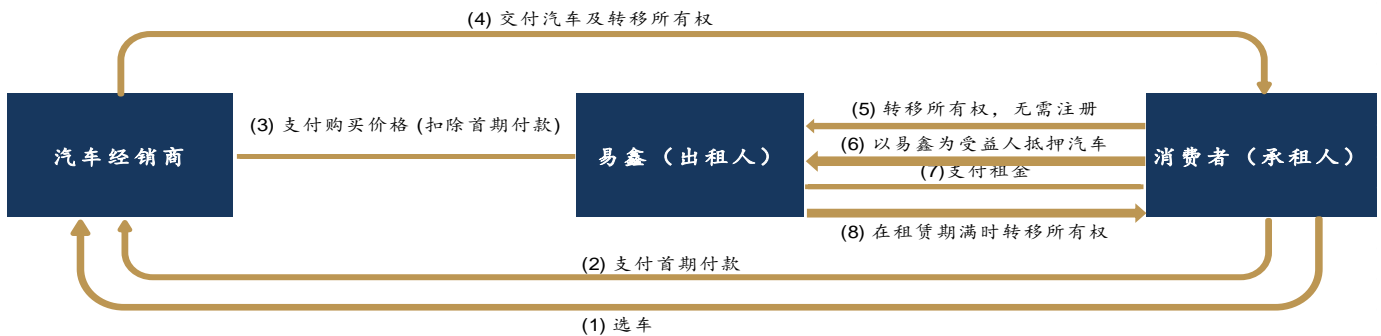
为消费者提供的汽车购买融资服务：期限介乎12-60个月，目标消费者年龄为18-60岁。

为车主（消费者）提供的汽车抵押融资服务：采用销后租回模式，消费者通过合同将汽车所有权转让予易鑫，以换取现金，然后易鑫将汽车租给消费者，以在租赁期（一般最多为3年）内每月收取利息。消费者（承租人）在融资租赁期内具有汽车使用权，在融资租赁于租赁期系数偿还后，消费者将获得汽车的完整所有权。

为汽车经销商提供的融资租赁服务：该服务旨在为汽车经销商提供库存融资，帮助他们优化批量库存采购时的现金流，这也有助于加强易鑫与汽车经销商的关系。汽车经销商须将汽车合格证交由易鑫保管，并每月支付利息，以及在向消费者购买汽车后逐步偿还本金。还款计划可灵活安排，因为汽车合格证由易鑫保管。这足以激励汽车经销商在向消费者做出销售后还款，因为没有合格证，汽车将无法上牌。自2016财年起，易鑫策略性地减少该项服务，并将融资租赁服务的中心转向消费者。

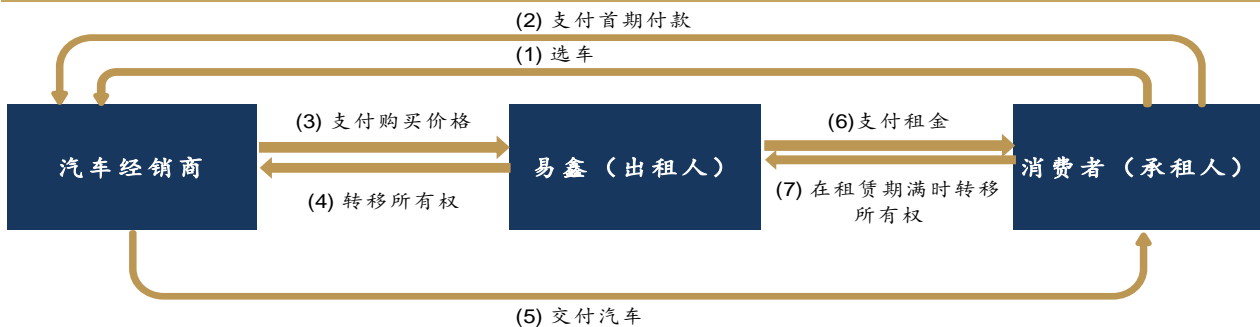
易鑫的融资租赁服务以两种模式运营：直接租赁和销后租回。根据销后租回模式，易鑫不负责获得牌照，这可以提高在具有牌照摇号/拍卖的若干城市业务的拓展效率。易鑫实质上所有的融资租赁服务均基于销后租回（与中国市场惯例一致），占2017年上半年净融资应收账款总数的98.2%。

图92: 销后租回模式（易鑫融资租赁业务的主要模式）



资料来源：公司、招商证券（香港）

图93: 直接租赁模式（易鑫融资租赁业务的次要模式）



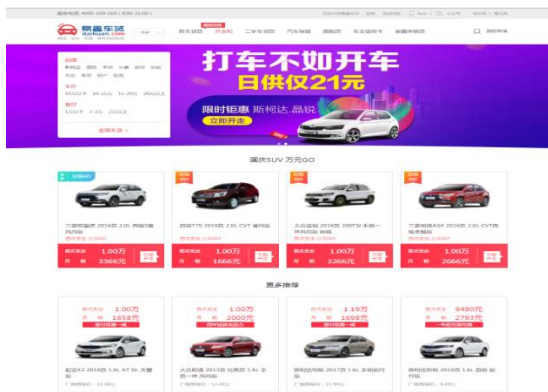
资料来源：公司、招商证券（香港）

附录4：易鑫的经营租赁产品

易鑫主要提供两类经营租赁产品，包括传统经营租赁和混合经营租赁产品线 - “开走吧”。在经营租赁模式下，易鑫充当出租人，将汽车租赁予消费者（承租人），以换取租金。易鑫在整个过程中拥有汽车的所有权，消费者仅拥有使用权。经营租赁目前并未构成易鑫业务的重要组成部分，但预期在不久的将来将快速增长。截至2017年上半年，经营租赁服务收入占易鑫总收入的2%。

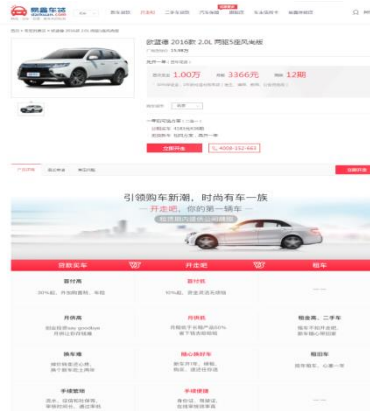
易鑫自2017年2月起提供具有个性化合约购买模式的“开走吧”产品线。根据该模式，消费者须支付首期付款（该款项一般最多为汽车价格的10%）以及相当于汽车价格10%的可退还保证金。对于头12个月，消费者仅须支付每月租赁费用。在12个月后，消费者将有以下选项：1)支付一次性付款，购买该汽车；2)将该安排转为三年融资租赁；3)为新车作出首期付款；4)归还汽车。截至2016年12月31日及2017年6月30日，根据易鑫的经营租赁租出的汽车数量分别约为800辆和5,400辆。

图94：易鑫的经营租赁模式



资料来源：公司、招商证券（香港）

图95：开走吧计划示例



资料来源：公司、招商证券（香港）

附录5：易鑫的贷款和交易促进服务

易鑫于 2016 年 4 月开始提供贷款促进服务，以促成汽车金融合作伙伴向消费者提供汽车贷款。截至 2017 年上半年，易鑫主要与三大银行合作提供贷款促进服务。易鑫希望在未来扩大融资合作伙伴群体及加强贷款促进服务。截至 2017 年 6 月 30 日，易鑫已促成人民币 7600 万元的汽车贷款。易鑫的主要贷款促进服务包括以下项目：

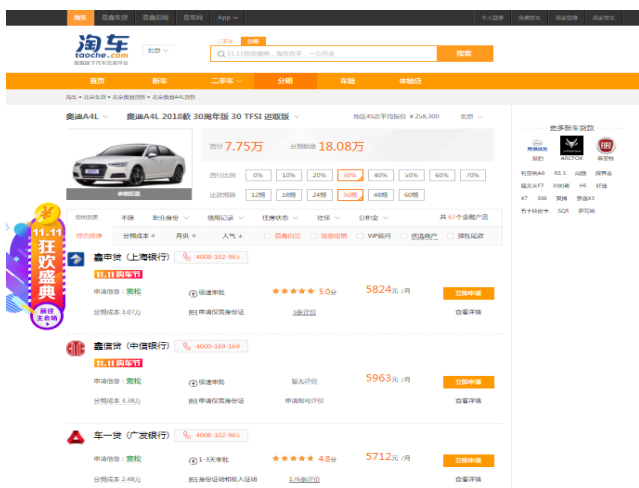
- 1) **物色借款人：**易鑫与汽车经销商合作，为汽车金融合作伙伴物色潜在的借款人。本地服务团队及销售人员在可能的情况下寻求交叉销售相关产品的机会。
- 2) **申请信息收集：**易鑫可为汽车金融合作伙伴收集消费者的申请信息。
- 3) **申请筛查：**易鑫将基于汽车金融合作伙伴的请求，对消费者的背景信息进行初步筛查。
- 4) **信用评估：**在需要时，易鑫将为汽车金融合作伙伴开展信用评估。
- 5) **贷款授予：**易鑫将与借款人和汽车金融合作伙伴合作，根据授权发放贷款。
- 6) **还款管理：**易鑫可根据授权代表汽车金融合作伙伴接收借款人的每月还款。
- 7) **汽车资产管理：**易鑫将提供汽车资产管理服务，包括贷款后监控及收取逾期还款（若经汽车金融合作伙伴请求）。

易鑫向客户提供两类交易促进服务，帮助他们购买或销售汽车，即，1)购买支持；2)销售支持。

易鑫自 2016 年 11 月起提供购买支持服务。交易服务团队与经销店合作提供购买支持服务，致力提高潜在客户转化率。当消费者浏览易鑫的网站、移动网站及移动应用，走进与易鑫合作的经销店，联络易鑫的呼叫中心或经销店或留下联系信息时，将被视为潜在客户。其后，将根据客户的偏好和要求指派服务顾问。

至于销售支持服务，易鑫为消费者的汽车以旧换新需求提供该服务。易鑫会将潜在客户转介至汽车经销商或第三方二手车平台。

图96：易鑫的贷款促成服务



资料来源：公司、招商证券（香港）

图97：易鑫的服务顾问提供网上咨询服务



资料来源：公司、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,082	10,560	18,627	8,555	13,138
现金及现金等价物	710	661	5,594	395	2,796
应收账款	128	180	543	757	1,485
财务应收账款	2,172	6,087	8,804	3,437	4,298
存款及其他	71	604	658	939	1,531
其他	-	3,028	3,028	3,028	3,028
非流动资产	784	9,492	23,624	39,022	42,167
物业、厂房及设备	11	104	236	352	452
财务资产	17	150	150	150	150
递延所得税	-	6	31	43	74
无形资产	66	243	243	243	243
财务应收账款	0	0	0	0	0
其他非流动资产	691	8,989	22,965	38,234	41,247
资产总值	3,866	20,051	42,251	47,577	55,305
流动负债	1,118	10,035	20,823	22,176	23,965
短期借贷	-	8,106	18,442	19,442	20,442
应付账款	1,097	1,883	2,226	2,518	3,153
应付税项	21	45	155	215	370
非流动负债	2,618	11,401	7,712	10,724	14,770
长期借贷	-	3,214	7,559	10,559	14,559
优先股	2,588	8,072	-	-	-
递延所得税	-	16	53	65	111
其他非流动负债	30	100	100	100	100
负债总额	3,736	21,436	28,535	32,900	38,735
股本	0	0	1,499	1,499	1,499
其他	130	(1,397)	12,205	13,166	15,058
少数股东权益	-	12.68	12.68	12.68	12.68
股东权益	130	(1,384)	13,716	14,678	16,570
权益及负债总额	3,866	20,051	42,251	47,577	55,305

现金流量表

百万人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营现金流量	(2,761)	(11,302)	(16,439)	(9,113)	(2,482)
除税前净收入	3	(1,346)	(14,402)	1,171	2,313
折旧及摊销	28	39	28	44	60
财务成本	3	8	(29)	(10)	(10)
利息收入	(5)	(16)	(56)	(63)	(33)
其他经营现金流量	51	1,725	14,806	0	0
营运资金变动	(2,835)	(11,662)	(16,766)	(10,105)	(4,561)
已付所得税	(6)	(50)	(19)	(149)	(251)
投资现金流量	(23)	(3,244)	(104)	(97)	(127)
资本开支	(13)	(58)	(160)	(160)	(160)
投资	(15)	(150)	-	-	-
其他投资现金流量	5	(3,037)	56	63	33
融资现金流量	3,261	14,449	21,477	4,010	5,010
借款净额	816	11,081	14,681	4,000	5,000
发行/(回购)股份	2,390	3,654	6,766	-	-
已付股息	-	-	-	-	-
其他融资现金流量	56	(285)	29	10	10
现金变动净额	477	(96)	4,934	(5,200)	2,401
年终现金	710	661	5,594	395	2,796

利润表

百万人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收	271	1,488	3,713	6,012	9,155
销售成本	(40)	(753)	(1,701)	(2,513)	(3,404)
毛利	231	735	2,012	3,500	5,751
销售开支	(151)	(360)	(947)	(1,485)	(2,060)
行政开支	(21)	(225)	(464)	(619)	(961)
研发开支	(16)	(71)	(241)	(295)	(458)
其他(净额)	19	17	17	17	17
经调整经营利润	94	151	563	1,398	2,629
财务成本	(12)	(29)	(29)	(10)	(10)
股份制薪酬成本	6	6	40	-	-
可换股股份公平值损失	(53)	(1,428)	(14,806)	-	-
税前利润	3	(1,346)	(14,402)	1,171	2,313
所得税开支	(31)	(58)	(141)	(210)	(421)
税后利润	(28)	(1,404)	(14,543)	961	1,895
非控股权益	-	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	(28)	(1,401)	(14,540)	964	1,895
经调整净利润	66	100	457	1,241	2,231
每股盈利(人民币)	-	-	(2.32)	0.15	0.30
经调整每股盈利(人民币)	-	-	0.07	0.20	0.36

财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
同比增长率					
营收	465%	448%	150%	62%	52%
经调整经营利润	4396%	51%	294%	197%	105%
经调整净利润	1636%	52%	359%	171%	80%
盈利能力					
毛利率	85.3%	49.4%	54.2%	58.2%	62.8%
经调整经营利润率	34.8%	10.1%	15.2%	23.3%	28.7%
经调整净利润率	24.2%	6.7%	12.3%	20.6%	24.4%
股本回报率	50%	-7%	7%	9%	14%
资产回报率	2%	0%	1%	3%	4%
流动性					
债务/资产	21%	60%	62%	63%	63%
净债务/资产	3%	40%	41%	56%	52%
流动比率	2.8	1.1	0.9	0.4	0.5
速动比率	0.7	0.1	0.3	0.1	0.2
经营效率					
资产周转率	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
应收账款周转期	3.9	9.7	10.3	9.3	8.2
应付账款周转期	0.1	0.5	0.8	1.1	1.2
每股比率(人民币)					
每股盈利	-	-	0.07	0.20	0.36
每股现金流	-	-	0.79	-0.83	0.38
每股账面价值	-	-	2.19	2.34	2.64
每股股息	-	-	0.00	0.00	0.00
估值比率					
市盈率	-	-	69.1	25.5	14.2
市净率	-	-	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA	-	-	88.0	42.5	23.7
股息率	-	-	0%	0%	0%

资料来源: 公司、招商证券(香港)

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828